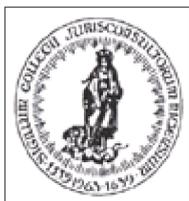


UNIVERSITE COTE D'AZUR  
Faculté de Droit et Science Politique

-----  
Ecole doctorale DESPEG (Droit et Sciences Politiques Economiques de Gestion)  
Laboratoire GREDEG (Groupe de Recherche en Droit, Economie et Gestion)  
CNRS (Centre National de la Recherche Scientifique) UMR 7321

UNIVERSITÉ  
CÔTE D'AZUR



# LES AGENCES DE NOTATION: L'APPRÉHENSION JURIDIQUE D'UN POUVOIR PRIVÉ ECONOMIQUE

Thèse présentée et soutenue publiquement par

**Guillaume MARSAUD**

Pour l'obtention du grade de docteur en droit de Université Côte d'Azur

Le 25 novembre 2017

Directeur de thèse : **Madame Marina TELLER**  
Professeur à l'Université Nice Côte d'Azur

Membres du Jury : **Monsieur Bertrand BREHIER**  
Professeur associé à l'Université de Paris I Panthéon Sorbonne

**Monsieur Thierry GRANIER** (rapporteur)  
Professeur à l'Université d'Aix-Marseille

**Madame Anne-Catherine MULLER** (rapporteur)  
Professeur à l'Université de Paris I Panthéon Sorbonne

**Madame Irina PARACHKEVOVA**  
Professeur à l'Université Nice Côte d'Azur



LES AGENCES DE NOTATION:  
L'APPRÉHENSION  
JURIDIQUE D'UN POUVOIR  
PRIVÉ ECONOMIQUE



## **REMERCIEMENTS**

La Thèse est une véritable quête au travers de laquelle les composantes de la trichromie « *spiritus, anima, corpus* », chère à Saint Augustin, se trouvent intensément sollicitées. Cette quête qui est, en substance, une véritable formation de l'esprit en soi, n'aurait pu aboutir sans le soutien indéfectible d'un certain nombre de personnes auquel ces remerciements sont dédiés.

A ce titre, je tiens à témoigner de ma profonde gratitude à mon Directeur de thèse, le Professeur Marina TELLER, qui, depuis ma première année de droit, m'honore par ses enseignements et sa confiance. Cette thèse est le fruit direct de cette attention portée par ce Professeur remarquable qui par son mentorat universitaire a su m'insuffler le désir d'entreprendre ces travaux, et ce, dans la continuité de l'école niçoise du droit économique.

Je remercie Monsieur Bertrand BREHIER, Monsieur Thierry GRANIER, Madame Anne-Catherine MULLER, Madame Irina PARACHKEVOVA, pour l'honneur qu'ils me font d'avoir accepté de siéger dans mon jury.

Je tiens également à exprimer ma sincère reconnaissance à Eric DUPUY, l'ami et le mentor professionnel, qui m'a toujours encouragé dans cette aventure et dont la relecture de mes travaux a été particulièrement précieuse.

Je souhaite adresser, tout particulièrement, mes remerciements à Ines HANSSON, ma fiancée, qui a, notamment, partagé avec moi les différentes phases émotionnelles que peut revêtir une étude doctorale. Elle a été le roc qui par son appui sans pareil m'a permis de me concentrer, en dehors de mon activité professionnelle, sur mes travaux universitaires jusqu'à leur aboutissement.

Enfin, je remercie chaleureusement mes très chers parents Patrick et Maria MARSAUD, présents depuis le commencement, pour leur soutien inconditionnel dans ce projet ainsi que tout au long de mes années d'études. Ces travaux sont aussi le résultat de l'éducation complète qu'ils m'ont transmise et à laquelle je tiens à rendre, ici, hommage. Je remercie mon frère Philippe MARSAUD pour l'esprit de combativité qu'il m'a inspiré ainsi que pour ses encouragements constants.



## **LISTE DES PRINCIPALES ABREVIATIONS UTILISEES**

ABS: Asset Backed Securities.

AEMF: Autorité européenne de marchés financiers.

AMF: Autorité des marchés financiers.

CDO: Collateralized Debt Obligation.

CDS: Credit Default Swap.

CPDO: Constant Proportion Debt Obligations.

CRA I: Règlement (CE) No 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit.

CRA II: Règlement (UE) No 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) no 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, J.O.U.E., le 31 mai 2011.

CRA III: Règlement (UE) No 462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) no 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

CRAD: Directive 2013/14/UE du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013, modifiant la directive 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs en ce qui concerne la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit.

CRD: Capital Requirements Directive.

EMIR: European Market Infrastructure Regulation - Règlement (UE) no 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

ESMA: European Securities and Markets Authority (AEMF).

FCT: Fonds Commun de Titrisation.

FED: Federal Reserve.

MBS: Mortgage Backed Security.

MCI: Mission Commune d'Information.

MiFID II: Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

NRSRO: Nationally recognized statistical rating organization

OCDE. Organisation de Coopération et de Développement Economique.

OEEC: Organismes externes d'évaluation de crédit.

OICV: Organisation Internationale des Commissions de Valeurs.

OPCVM: Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

OT: Organisme de Titrisation.

PRIIPS: Règlement (UE) No 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.

RMBS: Residential Mortgage Backed Securities.

SEC: Securities and Exchange Commission.

SFTR: Règlement (UE) 2015/2365 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation

SPV: Special Purpose Vehicle.

ST: Société de Titrisation.



# SOMMAIRE

## **Première Partie : L'influence systémique d'un véritable pouvoir privé économique**

Titre I : Les rouages complexes d'un pouvoir privé économique

Chapitre I : L'opacité processuelle de la création normative de notation

Chapitre II : La crédibilité équivoque des agences de notation

Titre II : L'existence d'un pouvoir normatif générateur de risques

Chapitre I : L'adoubement des agences par les pouvoirs publics et privés

Chapitre II : L'adoubement controversé des agences de notation

## **Deuxième Partie : L'indispensable désengagement de l'influence des agences de notation**

Titre I : L'insuffisance persistante des pouvoirs publics

Chapitre I : L'émergence de réglementations équivoques

Chapitre II : L'apparition d'une responsabilisation complexe

Titre II : L'indispensable renouveau de la régulation de l'information de notation

Chapitre I : La nécessaire adaptation d'une régulation à des enjeux en constante mutation

Chapitre II : La nécessaire banalisation de la notation



# **INTRODUCTION**

1. En mars 2011, lors de son audition par la Section des affaires européennes et internationales du Conseil économique social et environnemental<sup>1</sup>, dans le cadre d'une saisine portant sur les enjeux du G20, le Professeur Michel AGLIETTA, alors interrogé sur l'opportunité d'une suppression des agences de notation, soulignait que « *rien ne sert de casser le thermomètre pour ne pas voir la fièvre du malade* ». Selon l'économiste, la finance mondiale est bien malade et les agences de notation bien qu'ayant participé à l'élaboration d'un terreau fertile propice à plusieurs situations de crises<sup>2</sup> ne sont que des symptômes de cette maladie, qu'il faut cependant traiter, réformer et voir « *changer radicalement de doctrine dans son appréhension*<sup>3</sup> », afin de faire évoluer ces structures favorablement vis-à-vis de la finance mondiale. En outre, cette analyse qui suggère une conservation de ces structures tout en prônant une réforme profonde du secteur de la notation se trouve particulièrement à l'opposé des voix institutionnelles européennes, à l'image de celle du ministre allemand des Finances Wolfgang SCHÄUBLE qui, suite à une dégradation de la note en catégorie spéculative de la dette du Portugal par l'agence de notation Moody's, affirmait<sup>4</sup> dès 2011, l'indiscutable nécessité de « *briser l'oligopole des agences de notation* » et de « *limiter leur toute puissante influence* ». Aussi, Jean-Claude TRICHET, alors président de la Banque Centrale Européenne (BCE), dans le sillon des déclarations du ministre allemand, est allé plus loin en déclarant qu' « *il est également clair que ces petites structures oligopolistiques ne sont pas souhaitables au niveau de la finance mondiale*<sup>5</sup> », vision que partage, de façon plus nuancée, l'actuel président de la Banque Centrale Européenne (BCE), Mario DRAGHI, qui a recommandé « *qu'il faut apprendre à se passer des agences de notation*<sup>6</sup> ». Cependant, à travers ces divers discours émerge une certaine volonté commune qui est de ne plus subir la notation comme un fléau qui tend à s'abattre avec de plus en plus de virulence sur une finance et une économie mondialisées qui, actuellement, ressemble parfois bien plus à un jeu de dominos qu'à un système organisé ayant prévu des gardes fous à une situation de crise internationalisée.

---

<sup>1</sup> Section des affaires européennes et internationales du Conseil économique social et environnemental, saisine sur les enjeux du G20-Audition de M. Michel AGLIETTA, Professeur de Sciences économiques à l'Université Paris X-Nanterre, Conseiller au Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII). Finance, audition du 29 mars 2011.

<sup>2</sup> Michel AGLIETTA, "La crise. Pourquoi en est-on arrivé là ? ", éd. Michalon, 2008.

<sup>3</sup> Banque centrales, agences de notation : Michel AGLIETTA prône un changement radical de doctrine ; Dossier Les Echos, Le 2 avril 2009.

<sup>4</sup> AFP, "L'Europe tire à boulets rouges sur les agences de notation " ; Le Point, 6 juillet 2011.

<sup>5</sup> Alexandrine BOUILHET, "La BCE soutient le Portugal et tacle Moody's " ; Le Figaro, 8 juillet 2011.

<sup>6</sup> Mario DRAGHI, discours d'ouverture de session de la Commission de Affaires Economiques de la Banque Centrale Européenne, Le 16 janvier 2012.

2. A l'inverse, au regard des différentes opinions publiques d'Outre-Atlantique, plus particulièrement aux Etats-Unis d'Amérique, que cela soit du côté des sensibilités démocrates ou républicaines, les avis sont assez convergents quant à l'analyse qui est faite sur les agences de notation<sup>7</sup>. En effet, ces structures, bien que connaissant de nombreuses défaillances, sont parties intégrantes du système et toute notation, qu'elle soit positive ou négative, est particulièrement prise au sérieux et n'engage que très rarement de rejet de la part de l'administration en place. Cette position est parfaitement illustrée par les propos qui ont été tenus par le Chef économiste de la maison blanche, Austan GOOLSBEE, qui a déclaré au lendemain d'une décision de l'agence de notation Standard & Poor's, de placer la note de la dette souveraine américaine en perspective négative, que la structure émettrice de la note avait fait un « *jugement politique* »<sup>8</sup> et que « *nous devrions accepter, mais pas pour les mêmes raisons* »<sup>9</sup>. Bien que mesurée, l'adhésion à une telle note, qui a notamment impliqué une chute de l'indice boursier américain Dow Jones de 140 points<sup>10</sup> sur une journée, suite à l'annonce de cette dernière, est assez révélatrice du consensus émergeant dans l'opinion politique américaine. Toutefois, dans les diverses critiques qui peuvent être adressées aux agences de notation, de la rive américaine de l'atlantique, aucunes n'ont eu pour effet de préconiser une suppression pure et simple de ces entités, mais bien au contraire, une réforme de ces dernières. En effet, le Congrès américain, dans le préambule de la loi Dodd-Frank de juillet 2010, va jusqu'à souligner l'importance du travail des agences de notation dans l'efficacité de l'économie américaine et va même qualifier la mission de ces dernières comme étant d'utilité publique<sup>11</sup>.

---

<sup>7</sup> A l'exemple du débat entre candidats, John McCain et Barack Obama, à l'élection présidentielle de 2008 retransmis par CNN; Le 7 octobre 2008, à l'Université de Belmont à Nashville (Tennessee). Les deux candidats se sont rejoints sur le fait que ces structures sont immuables dans leur intégrité, mais leur fonctionnement peut être réformé sur les questions de conflits d'intérêts et de méthodologie.

<sup>8</sup> « *The Obama Speech Downgrade - S&P 'negative' outlook on the President's budget strategy* ». The Wall Street Journal, U.S. edition. April 19, 2011. Cette décision de S&P, de mise sous perspective négative de la notation américaine, faisait suite à un discours prononcé par le Président Obama à l'Université George Washington, le 13 avril 2011, qui annonçait les grandes lignes de la politique budgétaire qui serait négociée par la maison blanche. Ce discours mettait notamment en exergue les difficultés d'une telle négociation avec la chambre des représentants, qui depuis était devenue à majorité républicaine.

<sup>9</sup> Ibidem

<sup>10</sup> Damian PALETTA and E.S BROWNING, « *U.S. Warned on Debt Load* », Wall Street Journal, April 19<sup>th</sup>, 2011. Lors de la journée du 18 avril l'indice américain est allé jusqu'à perdre 250 points pour se stabiliser à une chute de 140 points.

<sup>11</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203 - July 21<sup>st</sup> 2010. Subtitle C – Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies. Sec. 921. Findings: «(1) Because of the systemic importance of credit ratings and the reliance placed on credit ratings by individual and institutional investors and financial regulators, the activities and performances of credit rating agencies, including nationally recognized statistical rating organizations, are matters of national public interest, as credit rating agencies are central to capital formation, investor confidence, and the efficient performance of the United States economy.

3. Ces positions divergentes, sur le devenir des agences de notation, illustrent bien la dichotomie concrète entre les systèmes politico-économiques Européen et Américain déjà observée du temps d'Alexis de TOCQUEVILLE<sup>12</sup>. Le premier système, apôtre de l'interventionnisme<sup>13</sup>, laisserait peu de place aux corps intermédiaires auxquels, de façon contemporaine, pourraient être rattachées les agences de notation, en tant que « *pouvoir privé économique*<sup>14</sup> » ; alors que le second, adepte dans une certaine mesure du libre exercice de la main invisible du marché<sup>15</sup>, serait sur ce point plus permissif, voir bienveillant, et laisserait souvent la personne privée se substituer à la personne publique au moyen de délégation. Ce point fera, par ailleurs, l'objet de développements ultérieurs car il permet d'expliquer l'influence exercée par les agences de notation ainsi que les fâcheuses conséquences résultant des défaillances de ces dernières.

4. D'autre part, si ces structures sont souvent présentées dans leur fonctionnement actuel comme nocives pour la finance mondiale, c'est à la lumière de certains travaux antérieurs<sup>16</sup> sur le sujet et en contrepied d'une pure et simple suppression de ces agences, à laquelle Jean Claude TRICHET avait tout d'abord exhorté<sup>17</sup>, rejoint en ce sens – mais avec plus de nuances – par le Commissaire européen au Marché intérieur et aux Services, Michel BARNIER<sup>18</sup>, qu'une voie réformatrice paraît nettement privilégiée afin de tenter de résoudre les problèmes liés à ces structures de notation.

5. Si ces déficiences ne sont apparues au grand jour qu'à partir de l'année 2007 suite à la débâcle des prêts hypothécaires résidentiels à risques américains « *subprimes*<sup>19</sup> », période

---

(2) Credit rating agencies, including nationally recognized, statistical rating organizations, play a critical “gatekeeper” role in the debt market that is functionally similar to that of securities analysts, who evaluate the quality of securities in the equity market, and auditors, who review the financial statements of firms. Such role justifies a similar level of public oversight and accountability.”

<sup>12</sup> Alexis de TOCQUEVILLE, “*De la démocratie en Amérique*”, Folio, 23 mai 1986

<sup>13</sup> Mathieu LAINE, “*Post Politique*”, Chapitre 3- L'hypercrise : un moment post –politique, JC Lattès Janvier 2010

<sup>14</sup> Selon l'expression consacrée par Gérard FARJAT, “*L'Ordre Public économique*”, Paris, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1963 : ou du même auteur, “*Pour un droit économique*”, P.U.F, 2004, p.68

<sup>15</sup> Adam SMITH, “*Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations*”, Livre IV, ch. 2, 1776 ; d'après réédition, éd. Flammarion, 1991, tome II p. 42-43

<sup>16</sup> Guillaume MARSAUD, “*Les agences de notation*”, mémoire de Master 2 soutenu le 15 septembre 2011.

<sup>17</sup> Alexandrine BOUILHET, “*La BCE soutient le Portugal et tacle Moody's*” ; Le Figaro, 8 juillet 2011.

<sup>18</sup> Michel BARNIER, intervention sur Europe 1, 12 juillet 2011. Cette prise de position a donné suite à un plan Barnier, projet de régulation des agences de notation présenté en Commission le 15 novembre 2011, dans lequel le Commissaire Européen a, notamment, nuancé l'affirmation d'une suppression des agences au profit d'un système rotation de ces dernières dans la notation souveraine ainsi qu'une suspension temporaire des notations souveraines des pays ayant requis une aide internationale ou dont la notation accentue l'instabilité des marchés.

<sup>19</sup> Carine ROMÉY et Bastien DRUT, « Une analyse de la notation sur le marché des RMBS « Subprime » aux Etats – Unis ». Risques et tendances n°4. Autorité des Marchés Financiers, Direction de la régulation et des Affaires Internationales, Département des Etudes. Janvier 2008 ; Les « *subprimes* » sont des crédits hypothécaires américains qui ont été consentis à des emprunteurs qui présentaient un niveau de risque très élevé, en l'espèce ,

amorçant l'ère critique la plus sévère depuis la « Grande Dépression<sup>20</sup> » de 1929, ces dernières ne sont pas nouvelles. En effet, elles s'expliquent historiquement en raison de l'émergence du « cartel à trois têtes » (I), véritable avènement de ce qui peut être qualifié de pouvoir privé économique oligopolistique. Toutefois, ce pouvoir qui a pu être légalement attribué à une telle formation est, en partie, à l'origine de nombreux maux touchant à la finance mondiale ainsi que de nombreuses instabilités à lourdes conséquences politiques et sociales. Cela implique une réelle et indispensable redéfinition de la régulation concernant les agences de notations (II).

---

supérieur à celui d'emprunteurs dits plus classiques, et qui dans un cadre traditionnel d'octroi d'un prêt se seraient vu réduire sensiblement leur capacité à emprunter. Cette politique qui a pour but de faciliter l'accès à la propriété est directement issue de ce qui est communément appelé le Rêve Américain ou « *American Dream* », théorie socio-économique consacrée par la « *Declaration of Independence* » du 4 Juillet 1776, en vertu, ou à cause de laquelle, tout doit être possible, ainsi que d'accéder à la propriété à n'importe quel prix. Voir sur l'« *American Dream* » l'ouvrage de James TRUSLOW ADAMS « *The Epic of America* », publié en 1933. Ce type de financement à très haut risque pour l'emprunteur et à fort rendement pour le créancier a été mis en place à travers un certain nombre de législations parmi lesquelles il peut être souligné l'adoption en 1934, dans le cadre du New Deal du Président Franklin D. ROOSEVELT, du « *National Housing Act* » qui engendra en 1938 à la création de Fannie Mae, organisme gouvernemental de refinancement hypothécaire dont les liens avec la notation feront l'objet d'une analyse au sein d'une partie ultérieure. En 1970, le « *Housing and Urban Development Agency* » et Freddie Mac sont créés, deux agences gouvernementales de même acabit que la précédente. C'est dans le cadre de leur mission de refinancement hypothécaire que Fannie Mae et Freddie Mac vont recevoir une garantie de l'Etat Américain d'environ USD 5,2 trillions ; Selon les chiffres annoncés par Joseph E. STIGLITZ, Jonathan M. ORSZAG et Peter R. ORSZAG dans *Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-Based Capital Standard*, Fannie Mae Papers, Volume I, Issue 2 March 2002, cela représente près de la moitié du PIB des Etats-Unis. C'est grâce cette garantie que ces deux organismes vont pouvoir rendre liquide ces créances « subprimes » en réalisant des émissions d'instruments financiers prenant ces dettes garanties par l'Etat Américain, bénéficiant par là même d'une très bonne notation, comme sous-jacent. En 1977, l'administration du Président Jimmy Carter fait passer en force le « *Community Reinvestment Act* », dit CRA, qui a pour objet principal d'étendre l'accès à la propriété aux quartiers les plus pauvres. En 1995 ce texte sera amendé afin d'accélérer le processus d'accès à la propriété. Le 16 Décembre 2003, l'administration du Président George Walker BUSH va encore plus loin en adoptant le « *American Dream Downpayment Initiative Act (ADDI)* » ce qui facilite encore plus des conditions d'éligibilités à ce type de financement. Au regard de l'étude de 2008 de l'Autorité des Marchés Financiers précitée, plusieurs critères peuvent être retenus pour classer un crédit dans la catégorie subprime, « *comme les ratios classiques du type dette/revenu et prêt/valeur du bien (Loan to Value). L'élément déterminant semble cependant être le score FICO (Fair Isaac Corporation), qui est une échelle de scoring calculée à partir de l'historique de crédit de l'emprunteur. Généralement, on qualifie un crédit hypothécaire de subprime lorsque l'emprunteur obtient un score FICO inférieur à 620, sur une échelle allant de 300 à 850. Parallèlement aux crédits subprimes, on trouve les prêts Alt-A, qui présentent un niveau de risque un peu inférieur aux crédits subprimes. Ces deux types de crédit sont dits « non conforming », au sens où ils ne peuvent pas bénéficier de la garantie des agences gouvernementales. Il en va de même pour les prêts jumbo, dont les montants sont trop élevés au regard des critères d'éligibilité fixés par ces agences (soit un prêt maximum de 417.000 dollars pour un « single family loan»).* »

<sup>20</sup> Ben Shlomo BERNANKE, Economiste, ancien Président de la Réserve Fédérale Américaine, « *Essays on the Great Depression* », Princeton University Press, 2004. Il est intéressant de constater dans cet ouvrage que celui qui sera deux ans plus tard Président de la FED ne reconnaissait pas l'émergence contemporaine de facteurs ayant conduit en 1929 à la Grande Dépression.

## I- L'émergence du cartel à trois têtes : l'histoire complexe de structures oligopolistiques.

6. Dans des déclarations tenues en marge d'une session de la Commission Européenne, en juillet 2011, le Commissaire européen en charge de la Justice Viviane REDING menaçait de démantèlement les trois principales agences de notation, plus communément appelées les « *big three* », indiquant « *qu'il n'est pas possible qu'un cartel de trois entreprises américaines décident du sort d'Etats entiers et de leurs citoyens* »<sup>21</sup>. Bien que cette vive critique se fonde vraisemblablement sur des intentions louables, à savoir la défense de l'intégrité des Etats touchés par la crise des dettes souveraines et de leurs citoyens, la résolution des problèmes liés à la notation ne saurait résider dans un simple démantèlement des structures qui gouvernent actuellement le monde-marché de la notation. Effectivement, cela reviendrait à sous-estimer l'ancrage de ces véritables institutions et l'impact qu'aurait une telle opération sur la finance mondiale, alors que ces agences ne sont que des thermomètres à qui, il est vrai, les Etats ont attribué une trop grande importance quant à l'affichage de la température. C'est avant tout une « *crise de l'information financière* »<sup>22</sup> qui doit être analysée à travers le prisme des défaillances de ces structures qui déterminent et délivrent cette information.

7. Incontestablement, les problèmes liés à ces structures ne sont pas récents et prennent leur source au sein même d'un système financier, dont le fonctionnement historique est basé sur un besoin et une demande continue d'information, qui n'a su au regard de ces dysfonctionnements, que renforcer le crédit apporté aux agences de notation et asseoir l'influence de ces dernières sur les opérateurs de marché. En effet, depuis la montée du modèle capitaliste et de l'expansion des marchés de capitaux, les investisseurs ne disposaient que d'assez peu de moyens d'informations pour distinguer le bon grain de l'ivraie et acquérir des titres obligataires sans risques de défaut. C'est donc dans cette nécessaire appréhension du défaut que les toutes premières structures pourvoyeuses d'analyses vont voir le jour afin de combler un autre défaut, celui de l'information financière institutionnalisée et externe.

---

<sup>21</sup>Christophe B. SCHILTZ «*Härte gegen Griechen aus Sorge um Italien*», *Die Welt*, 11 juillet 2011. Selon la Commissaire, il n'existerait que deux évolutions pour le système de notation, à savoir: «*ou les Etats du G20 décident de démanteler les trois agences. Les Etats-Unis seraient alors obligés de transformer les trois agences en six sociétés. Ou des concurrents européens et asiatiques créés*»

<sup>22</sup>Marina TELLER, «*L'information communiquée par les sociétés cotées: analyse juridique d'une mutation*», thèse de doctorat soutenue le 23 novembre 2007.

8. Historiquement, ce sont les Etablissements de crédit qui les premiers s’arrogèrent la fonction d’analyse et de classification de la solvabilité de l’emprunteur en fonction de la capacité de ce dernier à pouvoir rembourser sa dette dans un certain délai. En effet, cette analyse est vitale pour ces établissements qui doivent impérativement conserver la maîtrise de ce qui est appelé aujourd’hui « le risque de crédit<sup>23</sup> » ou chez les anglo-saxons le « *Credit Risk Management*<sup>24</sup> ». C’est la maîtrise de ce risque ainsi que la pertinence de la classification de la solvabilité de l’emprunteur qui est à l’origine, tant, des plus grands succès bancaires à l’instar de James & Nathan ROTHSCHILD<sup>25</sup>, grands prêteurs rationalistes et fondateurs de l’empire financier de la famille ROTHSCHILD, que des plus grandes débâcles financières à l’exemple, plus contemporain, de la faillite de la Banque Lheman Brothers<sup>26</sup>. Cependant, cette analyse ainsi que cette classification ne sont jamais rendues publiques en raison notamment de ce qu’implique le respect du secret professionnel bancaire et de la partialité évidente qu’un établissement de crédit pourrait avoir en communiquant sur une créance qu’il détiendrait. Mais encore, l’impact d’une analyse publiée serait particulièrement réduit s’il est envisagé, comme dans un certain nombre de cas, que ladite créance puisse être dans son ensemble ou en partie titrisée par le même établissement qui la détient. C’est donc dans ce creuset qu’une demande d’information financière, qui se voudrait indépendante et externe aux banques, a émergé, notamment, pour pallier les besoins de renseignements des investisseurs concernant les risques potentiels de crédits de personnes physiques ou morales, de droit privé ou public. A travers ce besoin de l’investisseur s’est développé ce qui est considéré comme le véritable précurseur de l’activité de notation, à savoir, le renseignement financier<sup>27</sup>.

---

<sup>23</sup> Guillaume ANSALONI, « *Le risque de crédit, critère de la notion d’opération de crédit en droit français* ». Revue Banque et Droit n°148, Avril 2013. Dans cette chronique, Guillaume ANSALONI propose de caractériser l’opération de crédit, à travers le prisme du droit français, comme le risque de crédit avant l’octroi d’un financement. En effet, lors de la mise en place d’opération de crédit c’est d’abord les garanties et le collatéral qui seront appréhendés avant d’analyser la partie concernant le capital éventuellement prêté objet de l’opération. Cette analyse intervient en marge de l’analyse doctrinale dominante qui voudrait que le critère d’une opération de crédit serait l’opération de prêt en soi. De là, intervient la question de la notation et la part importante de cette dernière dans l’appréhension du risque de crédit.

<sup>24</sup> Tony VAN GESTEL (PhD) & Bart BAESSENS (PhD), « *Credit Risk Management – Basic Concepts: Financial Risk Components, Rating Analysis, Models, Economic and Regulatory Capital* », notamment la partie 3 « *Credit Rating* ». Oxford University Press, 23 Octobre 2008.

<sup>25</sup> Egon-César, Comte CORTI, « *La Maison Rothschild* », 2 vol. Paris – éditions Payot. 1929 – James et Nathan Rothschild fondèrent l’empire éponyme en devenant dans la première partie du XIXe siècle les plus grands prêteurs de deniers des plus grandes nations européennes parmi lesquelles la France, le Royaume-Uni et l’Autriche.

<sup>26</sup> Lawrence G. McDONALD & Patrick ROBINSON, « *A Colossal Failure of Common Sense: The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers* », Crow Business éd. October 12<sup>th</sup>, 2010 p.71. La comparaison avec la faillite d’Enron y est notamment développée. En effet, là encore, les analystes des Agences de notation persistaient à conférer à la Banque d’affaires Américaine les meilleures notes la veille de sa chute brutale.

<sup>27</sup> Larry NEAL, « *The rise of Financial Capitalism: International Capital Market in the Age of Reason* »; Cambridge University Press, 1990.

9. Cependant, l'une des premières sollicitations d'analyse financière, externe et indépendante liée à la solvabilité d'un acteur économique, sera attribuée à la sphère privée dans le début du XIXe siècle. En effet, c'est à la fin des années 1820 que la banque britannique Barings Brothers & Co<sup>28</sup>, l'une des plus anciennes banques au monde, alors désireuse d'identifier des intermédiaires fiables aux Etats-Unis fit appel aux services de Thomas WREN WARD<sup>29</sup> afin d'analyser et de classer plusieurs « *trading houses* » et banques américaines en fonction de leur solvabilité financière. Les services de cet éminent marchand bostonien, alors retiré des affaires, furent capitaux afin de sécuriser le développement des activités outre-Atlantique de la banque britannique qui souhaitait passer, pour la bonne marche de ses affaires, par des correspondants locaux; cela, notamment après avoir financé, treize ans auparavant, l'achat Américain de la Louisiane à la France<sup>30</sup>. Cette opération d'une ampleur exceptionnelle permit aux Etats-Unis de doubler leur superficie et à la Barings de saisir l'importance d'une information financière fiable.

10. Dans le cadre de ce qui peut être considéré comme l'un des premiers rapports financiers externalisés, Thomas WREN WARD établissait alors sept catégories basées concomitamment sur une échelle de risques ainsi que sur les intérêts financiers et impératifs concurrentiels de la Barings.<sup>31</sup> La première catégorie intégrait les sociétés à risque qui ne présentaient toutefois pas de défaut à moyen terme ; la seconde englobait les sociétés pérennes et solvables mais sans réel intérêt commercial, au regard de leur activité principale, pour la banque d'outre-manche. La troisième catégorie regroupait les firmes dont la solidité financière était menacée par un risque élevé de défaut de crédit. Une quatrième catégorie faisait état, quant à elle, des sociétés solvables et prospères qui maintenaient des liens commerciaux avec la concurrence. La cinquième catégorie réunissait l'ensemble des entités inconnues dont la solvabilité ne pouvait être analysée ; la sixième les sociétés mises en redressement ou en liquidation judiciaire et la septième regroupait les entreprises en cessation d'activité. Au regard des moyens techniques d'analyses et d'informations du milieu du XIXe siècle; l'impressionnante production réalisée par le marchand bostonien, pour le compte de la banque britannique, apparaît indéniablement comme le balbutiement de ce qui sera plus tard considéré comme de la notation financière et de

---

<sup>28</sup> Ralph Willard HIDY, "Credit rating before Dun and Bradstreet"; Bulletin of the Business Historical Society, vol. 13, n°6, Harvard Business School-Baker Library-Bloomberg Center. 1939.

<sup>29</sup> The Massachusetts Historical Society, Biographical sketch of Thomas WREN WARD, 2005, <http://www.masshist.org>

<sup>30</sup> Baring Asset Management, "A History", November 2010.

<sup>31</sup> Norbert GAILLARD, "Les méthodologies de notation souveraine"; thèse de doctorat en économie, Institut d'études politiques de Paris, 2007.

crédit, ou plus précisément du *rating*. Un simple comparatif entre la classification structurée<sup>32</sup> par T. WREN WARD et le glossaire des diverses notations attribuées par les trois plus grandes agences de notation actuelles<sup>33</sup> permet de juger de la troublante ressemblance, notamment quant aux terminologies usitées entre les deux échelles de solvabilité. Ce procédé d'analyse externe sera, désormais, standardisé voir institutionnalisé<sup>34</sup> pour la Barings qui, sur chaque marché émergent, fera appel à ce qui peut être, de façon contemporaine, qualifié d'analystes de risques financiers, ou autres cabinets d'audits, souvent recrutés pour leur connaissance accrue du marché pertinent visé et qui seront en charge de catégoriser des acteurs économiques déterminés.

11. Ce standard d'appréhension du risque lié à la solvabilité de l'emprunteur sera d'ailleurs très rapidement repris par de nombreux Etablissement bancaires de l'époque à l'instar de la Banque Lazard Frères & Co<sup>35</sup>, de la Banque de Crédit et de Dépôt des Pays-Bas<sup>36</sup> (future Banque de Paris et des Pays-Bas – PARIBAS puis BNP PARIBAS) et plus tard de J.P. Morgan. Toutefois, cette probité observée à l'égard du risque de crédit, n'empêchera pas la Baring Brothers & Co de se retrouver, en 1890, dans une situation financière critique en raison de son exposition importante à ce qui est considéré comme le premier défaut de paiement d'une dette souveraine, à savoir celui de l'Argentine<sup>37</sup> et de l'Uruguay<sup>38</sup>. Les ancêtres des agences de notation sévissaient-ils déjà au-dessus des marchés ? Loin d'être l'unique impondérable subi au cours de son histoire, la banque britannique sera placée en 1995<sup>39</sup> sous la loi britannique des

---

<sup>32</sup> Thomas.W.WARD, “*T.W.WARD to Baring Brothers*” Baring Papers, 28 April 1839

<sup>33</sup> Voir le « *Rating Symbols and Definition* », glossaire des diverses notations attribuées par Moody's, disponible depuis septembre 2013, notamment sur le site internet de l'agence :

[https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004) ; l'équivalent chez Standard & Poor's, disponible sur l'un onglet intitulé « Credit Ratings Definitions & FAQs » : <http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us>

<sup>34</sup> Philip ZIEGLER, “*The Sixth Great Power: Barings 1762-1929*”; Collins, 1988; Business & Economics.

<sup>35</sup> William D. COHAN, “*The Last Tycoons: The Secret History of Lazard Frères & Co*”, chap. 4 “You are dealing with Greed and Power”; Broadway Books N.Y., 2007.

<sup>36</sup> Manfred POHL & Sabine FREITAG, “*Handbook on the History of European Banks*”. European Association for Banking History, 1994.

<sup>37</sup> Marie-Ange VEGANZONES & Carlos WINOGRAD, “*Argentina in the 20<sup>th</sup> Century: An Account of Long-Awaited Growth*”; Organization for Economic Cooperation and Development, 1997.

<sup>38</sup> Jim SAXTON, “*Argentina's Economic Crisis: Causes and Cures*”, Joint Economic Committee, United States Congress June 2003, p.2. Dans cette étude sur la crise argentine de 2002, le Vice-Président du Joint Economic Committee a dressé un parallèle entre le défaut argentin de 1890 et celui de 2002 afin d'identifier des causes similaires, qui ont formées le terrain fertile à une telle situation, ainsi que les acteurs pro-cycliques identiques, à l'image des analystes financiers de l'époque, qui n'envisageait pas un tel défaut. Ce dernier point étant fort comparable aux agences de notation pour la crise de 2002.

<sup>39</sup> Judith H. RAWNSLEY, “*Total risk, Nick LEESON and the Fall of Barings Bank*”, New York, Harper Collins Publishers, 1995.

faillites<sup>40</sup> pour avoir négligé sa propre capacité de couverture en termes de fonds propres au regard, notamment, d'une exposition trop importante sur des contrats dérivés, par l'action de son trader devenu tristement célèbre : Nick LEESON<sup>41</sup>.

**12.** En effet, ce dernier cumulait alors la fonction de responsable du marché des produits dérivés pour la Barings à la Bourse de Singapour, de responsable en charge de l'organisation de l'ensemble des transactions pour le compte de clients de la banque, mais également du back-office et du *trading* dudit marché. Dans le cadre de ses fonctions, le jeune *trader*, formé par les prestigieuses Banques Coutts et Morgan Stanley, spéculait sur la hausse de la Bourse japonaise en vendant des contrats à terme<sup>42</sup> sur l'indice Nikkei afin de profiter au maximum de l'effet de levier<sup>43</sup>. Sans réelle maîtrise des conséquences de ses expositions, le financier investira les fonds des clients de la banque britannique dans des opérations spéculatives non autorisées, mais qui seront tout de même portées à la connaissance de ses dirigeants<sup>44</sup>. Cependant, le tremblement de terre de Kobé et la chute brutale de l'indice Nikkei qui s'en suivit mis à mal l'ingénierie financière qu'avait développé Nick LEESON pour dissimuler ses pertes et finira par emporter le trader et la Barings dans une spirale qui se terminera en prison pour l'un et par la case faillite pour l'autre. Les pertes cumulées furent estimées à 860 millions de livres sterling, ce qui correspondait à plus de deux fois le montant des capitaux propres de la banque<sup>45</sup> ; dépassant ainsi sa capacité de couverture desdites opérations en termes de fonds propres. Ce cas représentait alors non seulement un camouflet aux législations dites de Bâle I<sup>46</sup>, mais encore

---

<sup>40</sup> United Kingdom Insolvency Law: Insolvency Act 1986 & Insolvency Rules 1986, <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45>

<sup>41</sup> Nick LEESON, "*Trader fou*", Autobiographie, Paris, éd. Jean -Claude Lattès, 1996.

<sup>42</sup> Les contrats à termes, notamment définis à l'article D211-1 A du Code monétaire et financier, peuvent se définir comme des engagements fermes d'acheter ou de vendre une quantité convenue d'un actif sous-jacent à un prix convenu et à une date future convenue. Appelé en anglais « *futures* » quand ces instruments financiers sont des produits standardisés et cotés par le marché à terme organisé qui les crée : ils portent sur des actifs référents pour un montant standard et à échéance fixe. Ces instruments seront appelés « *forwards* » quand ils relèveront de contrats à termes non standardisés créés et négociés de gré à gré: ces derniers porteront, alors, sur des actifs référents pour des montants non standardisés, souvent négociés de gré à gré, et sur des échéances qui elles aussi pourront être négociées selon le même procédé.

<sup>43</sup> Selon une définition de l'Autorité des marchés financiers, l'effet de levier se définit comme : la mesure du risque pris à raison du recours à des instruments financiers dérivés ou à l'endettement. L'effet de levier mesure la capacité du fonds à amplifier les mouvements des marchés. Si les marchés montent, la valeur du fonds pourra monter plus vite. En revanche, s'ils baissent, la valeur du fonds pourra baisser plus vite. <http://www.amf-france.org/En-plus/Lexique.html>

<sup>44</sup> Bank of England, "*Board of Banking Supervision investigation into the failure of Barings*" report, London, 1995, BoE.

<sup>45</sup> Ibidem.

<sup>46</sup> Les accords de Bâle 1 de 1988 instaurent la création d'un ratio international de solvabilité, baptisé le « ratio Cooke » (du nom d'un Directeur de la Banque d'Angleterre Peter Cooke) qui instituait le principe selon lequel le financement et la rationalisation de chaque risque doit comprendre un certain seuil de fonds propres pour l'organe prêteur. Dans le cas de la Barings, ces accords se sont révélés insuffisants car le ratio « cooke » ne prenait pas en

une mauvaise analyse, pour la seconde fois de son histoire, de la solvabilité de la Banque britannique par les agences de notation qui louaient alors ladite banque pour sa solidité financière.<sup>47</sup>

**13.** Cependant, selon une étude réalisée par l'économiste Norbert GAILLARD<sup>48</sup>, en 2010, la première agence de renseignements financiers indépendante fut créée en France par un personnage aussi célèbre qu'atypique. Ancien bagnard multirécidiviste puis successivement agent et chef de la Sûreté, placé directement sous les ordres du préfet de police de la ville de Paris, Eugène-François VIDOCQ fonde en 1833 ce qui sera appelé « le Bureau des renseignements universels pour le commerce et l'industrie »<sup>49</sup>. Cette agence avait pour but de fournir aux commerçants et investisseurs, contre rémunération, des services de renseignements et de surveillance économique, ainsi que des informations sur les conjoints volages de notables commerçants de l'époque<sup>50</sup>. Quelques années plus tard, cette véritable institution évoluera et sera rebaptisée « L'intermédiaire, bureau de renseignement dans l'intérêt du commerce », et plus sérieusement se spécialisera dans la détection et le *reporting* d'entrepreneurs peu scrupuleux et d'entreprises à fort risque de défaut. En parallèle, une presse financière se développe notamment en raison de l'explosion des chemins de fer et de l'engouement qu'avaient les banquiers de l'époque, dans le cadre du financement des constructions du rail, pour l'émission obligataire.<sup>51</sup> C'est d'ailleurs ces mêmes banquiers qui dans un souci de faire la plus large publicité autour desdites émissions obligataires créeront et acquerront les premières presses spécialisées. Dans cette dynamique peut être cité « *le journal des chemins de fer* », créé en 1842, et acquis en 1848 par Jules MIREs et Moises MILLAUD, deux éminents banquiers bordelais,<sup>52</sup> mais encore, les journaux « *la Semaine financière* » et « *le Journal des actionnaires* » qui seront contrôlés respectivement par les empires financiers Rothschild et Péreire.<sup>53</sup> Les années 1870 seront un terrain fertile à la multiplication du lancement et du

---

compte les activités hors bilan des banques – au titres desquelles étaient comptabilisées les opérations de Nick Leeson.

<sup>47</sup> Bank of England, “*Board of Banking Supervision investigation into the failure of Barings*” report, London, 1995, BoE.

<sup>48</sup> Norbert GAILLARD, “*Les agences de notations*” ; La Découverte, 2010. p.6.

<sup>49</sup> Eugène-François VIDOCQ, “*Mémoire de VIDOCQ, Chef de la Police De Sûreté*”, TENON Librairie –Éditeur, Paris 1828.

<sup>50</sup> Bruno ROY-HENRY, “*VIDOCQ : Du bague à la préfecture*” ; L’Archipel, 2001.

<sup>51</sup> Jules BERTAUD, “*La Bourse – Anecdote et Pittoresque*” – Chapitre X : “*La Bourse sous le second Empire*” ; Les Editions de France, 15 octobre 1933.

<sup>52</sup> Ibidem, Chapitre XI ‘*Financiers Volcaniques sous Napoléon III*’, Partie 1 « *Histoire véridique de Mirès et de Millaud* »

<sup>53</sup> Egon-César, Comte CORTI, “*La Maison Rothschild*”, 2 vol. Paris – éditions Payot. 1929.

placement de titres qui feront la part belle à ces diverses publications et analystes financiers dont « *l'abominable vénalité* »<sup>54</sup> faisait l'objet de nombreuses critiques.

**14.** Pendant cette même période du milieu du XIXe siècle, aux Etats-Unis, se développe l'activité d'information dont le précurseur était Thomas WREN WARD. Cependant, la multiplicité des canaux de renseignements non institutionnels donne aux informations émises via ces *reportings* un caractère tant douteux que peu professionnel. C'est en profitant de cette conjoncture favorable que Lewis TAPPAN un marchand newyorkais de soierie et textile, qui avait compilé des dossiers détaillés sur la solvabilité de ses clients et fournisseurs en tout genre, a décidé de se spécialiser dans la fourniture d'information financière et commerciale<sup>55</sup>. Ce dernier fonde en 1841 la « *Mercantile Agency* », qui a rassemblé sous son égide un réseau d'agents qui couvraient, alors, l'ensemble du territoire américain; permettant ainsi de regrouper des informations sur la solvabilité des entreprises et de transmettre ces dernières, au moyen de publications annuelles, à des clients ayant préalablement souscrit un abonnement. Les clients qui recevaient ces publications étaient des grossistes et des importateurs en tous genres, des industriels, des banques, des compagnies d'assurances, etc. Selon une étude américaine<sup>56</sup> sur le développement des « *Credit reporting agencies* » au XIXe siècle, les abonnés au bulletin de la « *Mercantile Agency* », qui en 1859 est devenue la « *R.G. Dun and Company* », étaient au nombre de sept mille, en 1870, pour atteindre quarante mille, en 1880, et plus d'un million d'entreprises dans divers secteurs en 1900. Calquée sur le modèle de Lewis TAPPAN, John BRADSTREET, de Cincinnati, crée sa propre agence en 1849, Les deux entités fusionneront en 1933 pour former ce qui est aujourd'hui l'un des leaders mondiaux de l'information financière DUN & BRADSTREET<sup>57</sup>.

**15.** Il est important de souligner que cette activité de « *Credit reporting* », quoique plus élaborée que le travail qui avait été accompli auparavant par Thomas WREN WARD, notamment pour le compte de la Barings, était encore archaïque voire aléatoire quant à ses conclusions et peu précis quant à sa méthodologie. Des poursuites judiciaires vont même être

---

<sup>54</sup> Arthur RAFFALOVITCH, Diplomate Russe, « *L'abominable vénalité de la presse* », 1931. Ce dernier, connu pour l'affaire éponyme qui eut un grand retentissement au début du XXe siècle, fut rendu célèbre pour avoir versé de nombreuses sommes d'argent aux médias de l'époque afin de faire une presse favorable au lancement des emprunts russes.

<sup>55</sup> Richard SYLLA, « *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings* »; Department of Economics Stern School of Business, N.Y, March 1<sup>st</sup>, 2001.

<sup>56</sup> James D.NORRIS, « *R.G. Dun & Co., 1841-1900: The Development of Credit Reporting in the Nineteenth Century* »; Greenwood Press, 1978.

<sup>57</sup> Dun & Bradstreet, Inc. Société Anonyme Américaine cotée sur le NYSE [DNB] et le S&P 500, était notamment actionnaire majoritaire de l'agence Moody's jusqu'au 16 décembre 1999.

intentées, en 1868, à l'encontre des deux agences pour désinformation et diffamation<sup>58</sup>. Ces procédures qui n'aboutiront pas à la remise en cause des agences, ni de leur fonctionnement, ayant invoquées le premier amendement de la constitution américaine relatif à la liberté d'expression<sup>59</sup>. L'usage de ce principe constitutionnel américain fera l'objet de développements ultérieurs, au sein de ces travaux, car il représente indiscutablement l'une des plus grandes difficultés à appréhender en matière de responsabilité liée à l'activité de notation.

**16.** En effet, ces analyses étaient déjà considérées, par les entités émettrices de ces dernières, comme l'expression d'une simple opinion que l'investisseur avait le choix de suivre ou de ne pas suivre dans le cadre de ses investissements. La justice américaine précisait même à cette occasion que « *les informations produites par ces agences, dès lors qu'elles sont transmises de bonne foi et qu'elles représentent une communication personnelle* », puisque délivrées à des abonnés, « *constituent un privilège pour l'investisseur et ne peuvent pas être considérées comme contraire à la loi* ». <sup>60</sup> A l'origine, il est important de considérer que les agences de « *Credit Reporting* », bien que catégorisant les acteurs économiques visés par leurs études, ne faisaient formellement pas de notation ou rating ; leur activité consistait juste en la délivrance d'avis et recommandations fournis sous forme de rapports et publications.<sup>61</sup> Parallèlement, l'activité de notation « *rating* » naîtra aux Etats-Unis, en pleine conquête de l'ouest et a eu pour moteur l'expansion des chemins de fer. En effet, les compagnies de chemin de fer cherchant à lever des capitaux, ont décidé d'émettre des obligations<sup>62</sup>. Aussi, ces compagnies firent appel à des organismes indépendants qui étaient chargés de renseigner les investisseurs sur la qualité de leurs obligations ainsi que de leur solvabilité.

**17.** Le précurseur dans ce domaine fut Henry VARNUM POOR qui était, en 1867, le rédacteur en chef de l' « *American Railroad Journal* », une presse spécialisée qui publiait les bilans comptables, chiffres d'affaires et cours de bourse des divers acteurs du secteur ferroviaire américain de l'époque<sup>63</sup>. En 1868, VARNUM POOR et son fils eurent l'idée de compiler ces

---

<sup>58</sup> ORMBY v. DOUGLASS, 37 N.Y. 479, Court of Appeals of the State of New York, January 1868. Voir aussi, Louis GREELEY, « *What Publications of Commercial Agencies Are Privileged* », The American Law Register, November 1887.

<sup>59</sup> Constitution des Etats-Unis d'Amérique, 1er Amendement, 1791. « *Le Congrès ne fera aucune loi relative à l'établissement d'une religion, ou à l'interdiction de son libre exercice ; ou pour limiter la liberté d'expression, de la presse ou le droit des citoyens de se réunir pacifiquement ou d'adresser à l'Etat des pétitions pour obtenir réparations des torts subis.* »

<sup>60</sup> ORMBY v. DOUGLASS, 37 N.Y. 479, Court of Appeals of the State of New York, January 1868

<sup>61</sup> Sidney HOMER & Richard SYLLA, « *A history of Interest Rates* ». 3<sup>rd</sup> ed. Rev. Rutgers University Press, 1996.

<sup>62</sup> Une obligation constitue au sens de l'article L213-1 A du Code Monétaire et financier, un titre de créance représentant un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de titrisation qui l'a émis.

<sup>63</sup> Richard SYLLA, « *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings* », The World Bank Working Papers, March 2<sup>nd</sup>, 2001.

données financières dans une publication annuelle qui prendra le titre de « *Poor's Manuals of the Railroads of the United States* » qui sera exploitée à travers l'entreprise familiale H.V. and H.W. Poor Co. Il faut comprendre que les Etats-Unis sortaient de la Guerre de Sécession (1861-1865), et que le financement des chemins de fer était un outil crucial dans la reconstruction économique du pays. C'est pourquoi cet ouvrage eut très vite les faveurs des investisseurs et même des pouvoirs publics de l'époque qui trouvaient déjà à travers cette publication une forme d'autorégulation d'un secteur en pleine expansion<sup>64</sup>. Toutefois, c'est John MOODY qui sera crédité de l'introduction de la première agence de notation de titres obligataires.

**18.** Cet élément sera justifié à travers la première notation qui sera effectuée dans une stratégie de John MOODY, fondateur en 1909 de sa publication annuelle intitulée « *Moody's Analyses of Railroad Investments* », qui aura compris qu'une note est toujours plus révélatrice aux yeux de l'investisseur qu'une recommandation parfois ambiguë et hasardeuse. C'est à partir de 1916 que la H.V. and H.W. Poor Co., après le décès de son père fondateur en 1905, se mit aussi à faire de la notation notamment dans le secteur des industries et des entreprises de service public appelées « *Public utilities* »<sup>65</sup>. La notation consistait alors à délivrer des notes sur la capacité des entreprises à rembourser les emprunts contractés. Cette activité trouvait donc sa justification dans la nécessité de réduire l'asymétrie d'information entre celui qui emprunte (qui a tout intérêt à vanter la qualité de son projet) et celui qui prête ou achète (qui ne connaît pas la performance réelle de l'entité qui emprunte ou qui est en vente). Toutefois, les agences de notation demeureront des acteurs de second plan au regard d'un monde économique et financier encore dominé, à cette époque, par les toutes puissantes banques d'affaires. C'est la crise de 1929 qui eut, notamment, pour conséquence de donner un rôle central, voire une position d'arbitre neutre, à ces entités de notation<sup>66</sup>. Effectivement, aux Etats-Unis, la Grande Dépression sera dans son ensemble imputée aux banquiers qui auraient été les artisans d'une spéculation boursière déraisonnée en utilisant les dépôts des petits épargnants<sup>67</sup>. C'est pourquoi les agences de notation prendront, grâce notamment à une législation favorable, à l'instar du

---

<sup>64</sup> ibidem

<sup>65</sup> Norbert GAILLARD, « *les agences de notations* », La Découverte, 2010.

<sup>66</sup> Ben Shlomo BERNANKE, « *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression* », American Economic Review, June 1983.

<sup>67</sup> A cette époque, la séparation entre banque de dépôt et d'investissement n'existait pas. Aux Etats-Unis, il faudra attendre le *Banking Act* de 1933, plus connu sous le nom de *Glass-Steagall Act*, pour apporter cette indispensable séparation des métiers bancaires. D'autre part, antérieurement à cette législation, les sociétés émettrices et évaluatrices de titres pour leurs propres comptes étaient contrôlées par les mêmes Etablissements bancaires qui prêtaient aux entreprises et/ou gèrent l'épargne des particuliers. Le *Banking Act* de 1933 prévoit alors l'interdiction des doubles casquettes d'« émetteur-évaluateur » ainsi que de « prêteurs/conseiller d'investissement » afin de mettre un terme aux conflits d'intérêts de ces Etablissements.

Banking Act de 1933 (*Glass-Steagall Act*) et plus récemment les accords dits de Bâle I, II et III, un rôle plus important afin d'analyser, de juger de la qualité des titres émis et négociés sur les divers marchés américains. Contrairement aux banques fortement décriées en ces temps postérieurs à la Grande Dépression, les agences de notation seront présentées comme exemptes de conflits d'intérêts car leur rémunération provenait alors de l'unique vente de leurs publications aux investisseurs. En d'autres termes, ces entités dépendaient des investisseurs et non des émetteurs<sup>68</sup>.

**19.** Concernant la concurrence, ce très lucratif créneau de notation a vu apparaître en 1906 et 1913 deux autres agences, à savoir, la Standard Statistics et Fitch qui viendront former ce qui sera appelé plus tard le « Big Three ». Effectivement, Poor's et Standard Statistics fusionneront, en 1941, pour former la société désormais internationalement connue sous le nom de Standard & Poor's. Toutefois, il est nécessaire d'apporter quelques précisions concernant l'agence Fitch, que l'on appelle communément « La Française ». Paradoxalement, cette dernière fut créée en 1913 par John KNOWLES FITCH sous le nom de Fitch Publishing Company, qui sera un acteur majeur de la notation au Etats-Unis jusqu'en 1970. En effet, c'est à cette date que l'agence de notation Britannique IBCA, International Banking and Credit Analysis propriété de la holding française FIMALAC (Financière Marc Ladreit de Lacharrière), a racheté les activités et le nom de la firme américaine faisant de cette dernière la troisième puissance mondiale de la notation, sous le nom Fitch IBCA et qui deviendra Fitch Ratings.<sup>69</sup> D'autre part, il est important de souligner que depuis cette fusion précitée ayant donné lieu à la création de Standard & Poor's, toute autre tentative d'entrée sur le marché par des autres agences s'est soldée, à plus ou moins long terme, par un rachat de la nouvelle entité par l'une des trois agences historiques, à l'exemple de l'américaine Duff & Phelps ou de la française AMR rachetée par le groupe Fitch IBCA en 2000. Dès lors, cette politique anthropophagique menée par ces structures, depuis 1945, a inévitablement conduit ces dernières à former ce qu'il serait adapté de qualifier d'oligopole brassant 90% du marché de la notation<sup>70</sup>, en 2011. Le fameux « cartel à trois têtes », si cher à Viviane REDING, était donc formé.

---

<sup>68</sup> Ce point sera développé plus loin et fait écho au Projet de loi (Proposal for a Bill), déposé par les Sénateurs Américains Al FRANKEN (D-Minn.), Roger WICKER (R-Miss.) et Carl LEVIN (D-Mich.) sur le financement des agences de notation "*Restore Integrity To Credit Ratings amendment*" (S.A.3991). Session Legislative 111<sup>e</sup> Congrès, 2<sup>e</sup> Session 2010.

<sup>69</sup> Marc LADREIT DE LACHARRIERE, "*Le droit de noter*", p 28. éd Grasset. Octobre 2012.

<sup>70</sup> "*Des chemins de fer aux Etats endettés, la longue histoire des agences de notation*", Le Monde, Le 8 Juillet 2011.

20. Cette situation particulièrement décrite par la finance mondiale serait à l'origine de nombreuses défaillances et d'abus de la part de ces agences de notation. Aussi, comme l'a plusieurs fois démontré Joseph E. STIGLITZ<sup>71</sup>, le terrain de l'information financière, sur lequel se placent ces structures, représente une véritable « pente savonneuse » sur laquelle il est complexe de s'aventurer tant sur le plan de la critique que lorsqu'il s'agit de bénéficier de cette dernière. C'est pourquoi ces éléments impliquent une refonte de la régulation entourant les agences de notation.

## **II- L'indispensable redéfinition de la régulation relative aux agences de notation : le statut complexe des agences de notation**

21. L'influence de ce « cartel à trois têtes » sur la finance mondiale va se révéler en parallèle de l'écllosion des divers scandales et crises touchant le secteur financier à partir de la fin des années 1990, qui feront d'ailleurs l'objet de plus amples analyses tout au long des présents travaux. En effet, de la crise asiatique amorcée par l'effondrement, le 2 juillet 1997, du baht thaïlandais<sup>72</sup>, en passant par les scandales financiers et comptables successifs que sont les affaires Enron (2001), WorldCom (2002), Parmalat (2003), Tyco Electronics (2005), jusqu'au plus récent désastre des *subprimes* (2007 à 2011) qui aboutira à la crise des dettes souveraines faisant toujours rage, les agences de notation n'ont eu de cesse d'être impliquées dans des événements vecteurs d'instabilité financière, économique et politique. Cette implication se mesure à travers, notamment, les défaillances de ces structures en terme d'analyse financière et sur leur capacité, manifestation plus que limitée, à pouvoir anticiper ces phénomènes économiques. Toutefois, ces nombreuses défaillances ne seraient pas, ou que très peu, suivies d'effets si ces agences ne disposaient que d'une influence réduite. Cette influence pouvant être qualifiée, au regard de l'imbrication de cette dernière dans les divers

---

<sup>71</sup> Joseph E. STIGLITZ, "Globalization and Its Discontents" last Chapter; W.W.Norton & Company, 2003. Bien que cet ouvrage traite plus particulièrement du rôle pernicieux que peut avoir le Fonds Monétaire International dans les politiques économiques et finances publiques de certains États, faisant notamment l'objet d'aides voire de mises sous tutelles du Fonds, le rôle pro-cyclique et la faculté d'exacerbation de situation de crise de la part des agences de notation y est grandement souligné. Voir aussi le Chapitre 4 "The East Asia Crisis".

<sup>72</sup> Joseph E. STIGLITZ, *ibidem*. Le 2 juillet 1997, ladite devise qui s'échangeait la veille à environ 25 pour 1 USD chuta de 25%. Cette crise monétaire puis financière, alors qualifiée de virus, contamina d'autres devises et économies à l'instar de celles de la Malaisie, des Philippines, de la Corée du Sud, de l'Indonésie pour atteindre la Russie ainsi que les pays d'Amérique Latine. Dans ce cadre précis, la Banque de France a directement mis en cause le rôle des agences de notation dans la notation d'actifs financiers, dont des produits structurés, qui quelques heures avant leur chute bénéficiaient de nombreuses tranches notées AAA. Ce constat accablant est disponible dans une rétrospective de la Banque de France, sur le rôle des agences de notation dans la crise de l'endettement souverain. Banque de France Document et Débats N° 4. Mai 2012.

systèmes financiers et réglementaires desdits systèmes, comme un véritable pouvoir privé économique. Effectivement, notant indifféremment des émetteurs privés ou publics, avec ou sans sollicitation de la part de ces derniers, il peut être indubitablement observé une actuelle toute puissance de ces structures dans la sphère politico-financière mondiale. De ce fait, l'impact de ces agences n'est plus restreint au secteur purement financier, comme initialement et historiquement prévu, mais provoque des conséquences politiques notables, qu'elles soient directes ou indirectes, allant de réformes portant sur les régimes des retraites à l'adoption de plan d'austérité, en passant par une éventuelle remise en cause de l'intégrité d'une zone monétaire. Cette note ayant pour objet la classification de la solvabilité de l'emprunteur en fonction de sa capacité à pouvoir rembourser, plus la note va être mauvaise plus l'emprunteur aura du mal à emprunter sur les marchés à un taux intéressant. Ce dernier sera classifié comme étant un emprunteur à risque. Qui plus est, au regard d'une crise des dettes souveraines qui fait rage, entraînant les Etats et les places financières du monde entier dans un gouffre abyssal qui semble de plus en plus difficile à combler, malgré quelques signaux encourageant de la part des marchés<sup>73</sup>, les problèmes liés aux agences de notation doivent plus que jamais être mis à l'ordre du jour.

**22.** La difficulté du juriste à l'égard de cette thématique brûlante de l'actualité est de livrer une analyse multidisciplinaire à travers un prisme juridique, plus particulièrement celui du droit des marchés financiers, d'un phénomène syndrome d'une société en perte de contrôle. C'est pourquoi, l'analyse substantielle proposée par l'école du droit économique apparaît comme la plus adéquate, cela afin de saisir juridiquement les agences de notation ainsi que l'ensemble des notions et des concepts que cette thématique regroupe. En effet, cette méthode « *consiste à analyser, à qualifier, ou à critiquer, des institutions, des concepts juridiques ou des faits à partir d'hypothèses produites par le droit, ces hypothèses étant livrées par un examen critique du système juridique. Cet examen critique permet de dégager ce que nous appelons : droit substantiel ou matériel. Cette analyse s'oppose à une analyse ou à une qualification qui serait purement formelle*<sup>74</sup> ». Cette analyse est d'autant plus importante au regard, notamment, d'une certaine impunité et d'une toute puissance dont ces agences de notation bénéficient dans un système capitalistique devenu manifestement hyper dépendant.

---

<sup>73</sup> La note du Portugal et de l'Irlande ont été respectivement relevées, le 9 et 16 mai 2014, par l'agence Moody's d'un cran pour la première et de deux cran pour la seconde. Note disponible sur les liens suivants : <https://www.moodys.com/credit-ratings/Portugal-Government-of-credit-rating-614650> et <https://www.moodys.com/credit-ratings/Ireland-Government-of-credit-rating-423933>

<sup>74</sup> Gérard FARJAT, L'Ordre Public économique, Paris, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1963

23. Dès lors, la redéfinition d'une régulation qui serait attachée aux agences de notation implique donc de comprendre et de mesurer le statut qu'il faudrait conférer à ces agences de notation qui sont reconnues, comme il a pu être observé précédemment, d'utilité publique dans le fonctionnement de certaines économies et à travers certaines législations qui se voudraient réformatrices au regard, notamment, de la crise américaines des *subprimes*<sup>75</sup>. En effet, en termes de régulation financière, un équilibre entre le droit et l'économie, auquel il convient de rattacher la célèbre théorie de l'articulation de la « *main invisible du marché* » d'Adam SMITH<sup>76</sup>, est particulièrement nécessaire afin de permettre une véritable efficience du marché<sup>77</sup>.

24. De ce fait, la régulation encadrant l'activité de notation devrait avoir pour objectif, notamment, d'assurer cette efficience du marché afin de rendre l'information, en ce que la notation se définit comme une information de marché, au plus proche de la valeur réelle des actifs traités. A contrario, une telle régulation ne devrait pas avoir pour but de compenser l'inégalité entre les intérêts particuliers<sup>78</sup> mais bien de veiller à un concept d'intérêt général de marché qui rejoindrait le concept doctrinal d'ordre public économique<sup>79</sup>. Toutefois, la dépendance du marché et des Etats apparait des plus importantes envers les agences de notation. C'est donc tout naturellement par cette dépendance que va s'analyser les agences privées de notation financières et de crédit. **Cette analyse sera menée à travers le prisme de ce qui sera le fil conducteur des présents travaux, à savoir, dans quelle mesure et par quel(s) moyen(s) doit-on s'affranchir de l'influence des agences de notation ?**

25. En effet, concomitamment ainsi que postérieurement aux crises et périodes d'instabilités précédemment énumérées, il a pu être constaté une succession de législations, provenant tant des pouvoirs publics d'Outre-Atlantique qu'Européen et Nationaux, ayant pour but un encadrement de la notation. Cette véritable « médecine juridique de guerre », en ce que cette dernière intervient au cœur des situations qui se veulent critiques, vise par un ensemble d'outils

---

<sup>75</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203 - July 21<sup>st</sup> 2010. Subtitle C – Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies. Sec. 921. Findings: [...] the activities and performances of credit rating agencies, including nationally recognized statistical rating organizations, are matters of national public interest, [...] and the efficient performance of the United States economy.

<sup>76</sup> Adam SMITH, « *Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations* », Livre IV, ch. 2, 1776 ; d'après réédition, éd. Flammarion, 1991, tome II p. 42-43

<sup>77</sup> Eugène FAMA, « *The behaviour of stock Market Prices* »; journal of Business, University of Chicago Press, 1965. Selon le père de cette théorie, un marché est efficient si le prix d'un actif est égal à sa valeur fondamentale telle que l'on peut la déterminer sur la base de toute l'information disponible. Or, une information qui serait faussée par une notation qui serait rendu incontournable par le législateur, implique indirectement que le législateur lui-même est la cause d'un marché inefficient. D'où l'importance de mesurer l'impact que la régulation peut avoir sur un marché, surtout si cette dernière impose l'usage d'une notation dans le cadre d'opération de titrisation et autres opérations de marché.

<sup>78</sup> Daniel OHL, « *Droit des sociétés cotées* », 2<sup>e</sup> édition, Litec, N° 11, p.10, 2007

<sup>79</sup> Gérard FARJAT, *ibidem*.

et de techniques juridiques, originales ou non, simples ou complexes, unitaires ou combinées, à sécuriser l'usage de la notation, voire à en atténuer sensiblement l'influence.

**26.** L'Organisation Internationale des Comités de Valeurs Mobilières (OICV-IOSCO)<sup>80</sup> sera la première institution internationale à envisager une réflexion sur l'influence pernicieuse que les agences de notation<sup>81</sup> ont eu dans le cadre des scandales financiers et fraudes comptables Enron (2001) et Parmalat (2002). De cette réflexion est né un Code de bonne conduite de l'OICV qui s'intitule « *Eléments fondamentaux du code de bonne conduite des agences de notation* », publié en décembre 2004<sup>82</sup>, et qui se trouve être le prolongement ainsi que l'approfondissement, *via* un code détaillant des mesures pratiques destinées à être adoptées par lesdites agences, des Principes applicables aux agences de notation de crédit qui avaient été publiés plus tôt par l'institution internationale en Octobre 2003<sup>83</sup>. Toutefois, cette initiative, bien que louable dans son objectif, sera assez critiquée par la doctrine<sup>84</sup> qui trouvera dans ce texte une absence de force applicable ainsi que d'un véritable encadrement suivis d'effets. Comme il sera analysé ultérieurement, cette critique se fonde, notamment, sur la définition ainsi que le statut juridique même du Code de bonne conduite.

**27.** Aux Etats-Unis, la régulation dite d'urgence relative aux agences de notation est intervenue par l'adoption de deux textes, à savoir, d'une part *Credit Rating Agency Reform Act*<sup>85</sup>, loi adoptée par le Congrès américain en 2006 qui se voulait réformatrice d'une régulation en place ayant pu « éventuellement favoriser la commission des fraudes comptables<sup>86</sup> » précédemment mentionnées et d'autre part le *Wall Street Reform and Consumer Protection Act*<sup>87</sup>, appelée loi Dodd-Frank qui a été votée en juillet 2010 dans le cadre d'une Amérique

---

<sup>80</sup> L'organisation internationale des commissions de valeurs a été fondée en 1974 et vise à établir des standards internationaux permettant, *inter alia*, une meilleure protection de l'investisseur tout en visant une meilleure efficacité des marchés. Cela sous couvert d'une coopération internationale entre les régulateurs de marchés ainsi qu'entre les divers marchés.

<sup>81</sup> Ane DRIF, « *Les agences de notation sous les feux de la concurrence* », Les Echos, le 20 juin 2005.

<sup>82</sup> L'intégralité du Code de bonne conduite des agences de notation, dans sa version de décembre 2004, par l'OICV-IOSCO, est disponible sur le site internet de l'Institution *via* ce lien : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>

<sup>83</sup> AMF, Rapport 2005 sur les agences de notation, p.6, le 21 janvier 2006

<sup>84</sup> Cercle France-Amérique « *Les agences de notation et la crise du crédit* » : faux procès et vrais débats », le 12 décembre 2007. C'est à l'initiative de l'Institut PRESAJE, du FIDES-Université Paris X-Nanterre, de l'Association française des docteurs en droit et avec le soutien d'Ernst & Young s'est tenu ce colloque visant à faire un état des lieux sur les agences de notation et sur l'encadrement de ces dernières dans la crise, d'alors, du crédit. Voir les interventions de Michel AGLIETTA, dans l'introduction du colloque sur la nécessité d'un durcissement des règles relatives aux conflits d'intérêts et de l'imposition de véritables principes suivis d'effets, ainsi que de Pierre-Henri CONAC (Table ronde n°2 : transparence, concurrence et régulation ?).

<sup>85</sup> *The Credit Rating Agency Reform Act* of 2006, Public Law 109-291, 120 Stat.1327 – 1339, 2006

<sup>86</sup> *Ibidem*, Introduction

<sup>87</sup> H.R.4173 – Dodd-Frank *Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 2, 253 pages, United States Congress, 2010.

aux abois en pleine crise des *subprimes*. Le premier texte attribue, entre autre, à la *Securities and Exchange Commission* (SEC)<sup>88</sup> le rôle de régulateur ainsi que d'organisme d'agrément des agences de notation. En effet, ces dernières n'avaient, depuis 1975 et l'adoption d'un règlement de la SEC<sup>89</sup>, pour principale obligation, pour l'exercice de l'activité de notation, que de s'enregistrer auprès de la SEC pour se voir attribuer la qualité de *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO). Le second texte quant à lui crée de nouvelles agences publiques de régulation, à l'exemple du *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) et de l'*Office of Financial Research* (OFR) qui seront, *inter alia*, destinées au remplacement et/ou complément des informations communiquées par les agences de notation sur de nombreux points touchants à des questions d'organisation de marché.

**28.** Les premières dispositions européennes destinées à faire évoluer les agences de notation, postérieurement à des périodes d'instabilité et de crise, seront adoptées dès 2003. C'est tout d'abord la Directive 2003/6/CE du Parlement Européen et du Conseil de l'Europe<sup>90</sup> qui viendra poser la première pierre visant à dresser une meilleure protection juridique de l'investisseur face aux recommandations de ces structures à travers l'émission des notations. Ce texte sera suivi d'une seconde Directive 2003/125/CE<sup>91</sup> venant préciser les modalités d'application du texte précédent, qui paradoxalement ne se voit plus restreint aux agences de notation. L'avènement de la crise des *subprimes*, à partir de 2007, a motivé le législateur Communautaire à l'adoption d'un Règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil destiné à encadrer la notation dans le système financier européen et de diminuer l'influence des structures émettrices de cette dernière. Depuis l'adoption de ces textes et la crise des dettes souveraines, ont été adopté successivement le Règlement (CE) n° 1060/2009 le Règlement (UE) n°462/2013 sur les agences de notation de crédit, ainsi que la Directive

---

<sup>88</sup> La Securities and Exchange Commission, communément appelé "SEC", doit sa création, en 1934, à l'administration du Président F.D.ROOSVELT par l'application du Securities Act de 1933 et de 1934. Il s'agit du régulateur de marché américain, comparable à l'Autorité des marchés financiers en France. Il a pour objectif d'être l'« Avocat-défenseur de l'investisseur », ainsi que de maintenir l'intégrité du Marché et facilité la formation des capitaux. Voir la section, About the Sec disponible sur le site institutionnel de la SEC : <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#create>

<sup>89</sup> 17 Code of Federal Regulation, Title 17, Chapter II, Part 240, Section 240.15.C3-1

<sup>90</sup> Directive 2003/6/CE du Parlement Européen et du Conseil de l'Europe, Directive relative aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché (abus de marchés), Réf : Journal officiel de l'Union Européenne, L96/16. Le 28 janvier 2003.

<sup>91</sup> Directive 2003/125/CE de la Commission Européenne, portant sur les modalités d'application de la Directive 2003/6/CE du Parlement Européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts notamment dans la documentation de publication. Réf : Journal officiel de l'Union Européenne, 24.12.2003. Le 22 décembre 2003.

2013/14/UE<sup>92</sup>. Ces réglementations destinées à réformer en profondeur l'encadrement des agences de notation induisent plusieurs points présentés comme des solutions aux divers problèmes tenants au fonctionnement de ces structures sur les marchés financiers et plus globalement au sein des sociétés à fonctionnement capitalistique occidentales. En France, la législation transpose la réglementation européenne comme il a pu être fait à travers la Loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003 ou La Loi de régulation bancaire et financière, promulguée le 23 octobre 2010. Il peut être aussi souligné la constitution le 22 février 2012 de la Mission Commune d'Information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation (MCI AN). Cette mission composée de 27 membres issus de tous les groupes politiques du Sénat a été créée avec l'autorisation de la Conférence des Présidents en date du 7 février 2012. Cette initiative de la Chambre Haute est intervenue à un moment où se manifestaient plusieurs interrogations sur la capacité des agences de notation à évaluer les risques de manière satisfaisante et opérationnelle, en particulier en ce qui concerne la dette souveraine, et des inquiétudes sur les conséquences de ces notes pour le financement des États, des collectivités territoriales et des acteurs économiques. Cette mission d'information a constitué un Rapport qui a été présenté le 18 juin 2012.<sup>93</sup>

**29.** La prééminence de l'afflux de ces éléments légaux, concomitamment et postérieurement à des périodes d'instabilité, démontrent bien que la redéfinition de la réglementation relative aux agences de notations s'avère indispensable notamment au regard d'un statut complexe de ces structures tantôt jugées indispensables tantôt considérées comme indésirables pour la finance mondiale. Selon une des définitions de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et de L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) les agences de notation financière sont « *des entités exerçant une activité d'évaluation spécialisée dans un domaine particulier, réalisée selon une méthodologie propre à chaque agence, rendue ou non publique, et conduisant à l'émission d'une opinion sous forme de note* »<sup>94</sup>.

**30.** De nombreux débats persistent sur le statut, notamment juridique, que doivent avoir les agences de notation dans la sphère financière et publique internationale et nous les aborderons dans le cadre de cette étude doctorale. Mais il nous paraît indispensable de mener l'analyse plus

---

<sup>92</sup> Directive 2013/14/EU du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant la directive 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs en ce qui concerne la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE

<sup>93</sup> Rapport d'information n°598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI agences de notation présenté le 18 juin 2013.

<sup>94</sup> AMF, Rapport 2004 sur les agences de notation, p.5.

en profondeur, afin de mesurer les enjeux véritables que soulèvent les agences de notation en termes de stabilité économique et de régulation. Aussi, nous tâcherons de démontrer que ces structures exercent **une incontournable influence systémique qui résulte de leur statut particulier, celui de véritable « pouvoir privé économique » (Partie I)**. Il s'avère donc **indispensable de se désengager d'une telle influence exercée par ces structures. Cet objectif est délicat et suppose un effort de proposition juridique, afin de repenser l'encadrement normatif de l'activité à risque qu'est la notation financière. (Partie II)**.

**31.** Le traitement juridique d'un tel sujet nécessitera d'une part la mobilisation d'une importante source normative anglo-saxonne, européenne et nationale qui exigera donc une analyse de droit comparé. D'autre part, considérant que l'influence des agences de notation n'est pas le résultat d'une émanation soudaine de l'industrie financière, mais bien le fruit d'une longue évolution, un recul historique s'avèrera indispensable tout au long de ces travaux pour comprendre d'où procèdent les enjeux contemporains sur ce sujet. Ces enjeux feront d'ailleurs l'objet d'un examen critique dans cette étude doctorale, notamment, *via* une analyse fine des crises récentes et substantielle du corpus règlementaire faisant référence aux agences de notation. Cependant, les agences non financières seront exclues du périmètre des présents travaux afin de concentrer plus efficacement la réflexion sur le traitement juridique pluridisciplinaire de l'oligopole du « *big three* » de la notation financière.

**32.** Plus que jamais, la tourmente dans laquelle se trouve toujours plongée la finance mondiale à travers la crise des dettes souveraines, dans laquelle ces agences paraissent impliquées, permet d'envisager une remise en question du système de notation, voir un changement radical de doctrine financière, comme le prône Michel AGLIETTA<sup>95</sup> depuis un certain temps déjà.

---

<sup>95</sup> Banques centrales, agences de notation : Michel AGLIETTA Prône un changement radical de doctrine ; Les Echos p.8 International, 2 avril 2009.

**Première Partie -  
L'influence systémique d'un véritable  
pouvoir privé économique**

---

33. Dans son ouvrage intitulé « *L'ordre public économique* », Gérard FARJAT considérait les pouvoirs privés économiques comme étant de simples personnes privées disposant d'un pouvoir unilatéral de décision, analogue au plan substantiel à celui d'une puissance publique<sup>96</sup>. A travers le prisme de cette définition, la notation « *émise par une entité qui exerce une activité d'évaluation indépendante, selon une méthodologie qui lui est propre, publique ou non, conduisant à l'émission d'une opinion sous forme de note* »<sup>97</sup>, peut être caractérisée comme une véritable création de norme par la sphère privée avec des conséquences notables notamment sur l'ordre public économique<sup>98</sup>. En effet, la notation de l'Entité, qui va au départ revêtir l'immaculée chasuble de la simple information, financière va très vite se révéler comme la justification catégorielle des choix d'investissement, allant jusqu'à imposer ce qui doit être de nouvelles normes, comme par exemple, concernant le processus de formation des prix. L'Entité n'aura qu'un objectif : être intégrée ou réintégrée au sein du club du Triple A. La notation apparaît alors tantôt comme une technique de délation des secrets les plus inviolables, à l'image de la lourde créance de la Grèce – dont la dégradation brutale et successive mit le feu aux poudres de la crise des dettes souveraines<sup>99</sup> – tantôt comme un moyen de prévention avec le désormais célèbre placement « *sous surveillance* »<sup>100</sup> voir « *sous perspective négative* »<sup>101</sup> si aucune amélioration dans la gestion des finances publiques ou privées n'intervient, sous une durée déterminée qui peut être revue à la baisse comme à la hausse à tout moment. Ce qui est certain, c'est, que, pris sous son caractère d'information financière, la notation représente pour les juristes une notion tant délicate à manipuler qu'essentielle lorsqu'il est traité du droit des marchés financiers et plus singulièrement quand il se traite de l'information financière<sup>102</sup> au sein de la société contemporaine de modèle capitaliste : « *en réalité, nous vivions, c'est une banalité de le dire mais il faut ici le répéter, dans une société de communication, en ce sens que la*

<sup>96</sup> Gérard FARJAT, « *Droit économique* », 1<sup>ère</sup> édition, Paris, P.119, PUF Thémis, 1971.

<sup>97</sup> Selon la définition consacrée par l'Autorité des Marchés Financiers dans son Rapport de 2004 sur les agences de notation, p.5.

<sup>98</sup> Gérard FARJAT, « *L'Ordre Public Economique* », Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1963.

<sup>99</sup> Gerald F. SEIB, « *The Greek Problem* », Wall Street Journal, Octobre 2009.

<sup>100</sup> Voir le « *Rating Symbols and Definition* », glossaire des diverses notations attribuées par Moody's – ce document autrefois inexistant est disponible depuis septembre 2013, notamment sur le site internet de l'agence : [https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004) ; l'équivalent chez Standard & Poor's existe bien mais dans une version bien moins intuitive sous la forme d'un onglet intitulé « Credit Ratings Definitions & FAQs » : <http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us>

<sup>101</sup> Ibidem.

<sup>102</sup> Voir : Marina TELLER, « *L'information communiquée par les sociétés cotées : analyse juridique d'une mutation* », Op.Cit. - la force normative de l'information y est clairement définie notamment au travers des acteurs de marchés auxquels les agences de notation peuvent être indiscutablement rattachées au premier plan.

*communication s'affirme comme l'un des enjeux majeurs de consommation et de profit en termes économiques et aussi de pouvoir.*

*Dès lors, l'information est logiquement devenue l'un des rouages essentiels du système juridique de telles sociétés. D'ailleurs, l'accession de l'information au rang de concept juridique illustre une évolution bien plus profonde du droit privé, qui substitue au primat de la possession de biens tangibles la propriété de valeurs dématérialisées, et naturellement l'information trouve sa place parmi celle-ci.<sup>103</sup> »* Notant indifféremment des émetteurs privés ou publics, avec ou sans sollicitation de la part de ces derniers, il peut être indubitablement observé une actuelle toute puissance de ces structures de notation dans la sphère politico-financière mondiale.

**34.** De plus, l'impact de ces agences n'est plus restreint au secteur purement financier, comme initialement prévu, mais provoque des conséquences politiques notables, qu'elles soient directes ou indirectes, allant de réformes portant sur les régimes des retraites<sup>104</sup> à l'adoption de plan d'austérité<sup>105</sup>, en passant par une éventuelle remise en cause de l'intégrité d'une zone monétaire<sup>106</sup>. Cette note va avoir pour objet la classification de la solvabilité de l'emprunteur en fonction de sa capacité à pouvoir rembourser. De l'attribution d'une notation va donc résulter une capacité d'emprunt à un taux plus ou moins intéressant, en fonction de la qualité de ladite notation qui sera vectrice, au sens du marché, d'un emprunt à risque de défaut, pouvant aller de très faible à très important. C'est donc un grand risque tant économique que juridique pour l'emprunteur qui va se voir imposer une véritable loi de la notation à travers des structures qui sembleraient ne pas toujours faire preuve de fiabilité. L'idée même d'un législateur ou d'un pouvoir public défaillant et qui serait plus créateur d'instabilité que de stabilité reste que très peu admissible. Cela, surtout en considérant le nécessaire équilibre sociétal dans lequel, selon des considérations Rousseauistes<sup>107</sup>, l'individu et par extension les entreprises de ce dernier

---

<sup>103</sup> Alain SAYAG, "L'information légale dans les affaires. Quels enjeux ? Quelles évolutions ?" Colloque du Creda p.8, mars 1994, JCP E, N°39, 1994.

<sup>104</sup> Jean-Baptiste VEY, "Fitch : la réforme des retraites est insuffisante", Agence Thomson Reuters, 6 septembre 2013.

<sup>105</sup> Annelot HUIJGEN, "Les Pays-Bas, en crise, votent la rigueur", Le Figaro, le 27 septembre 2012. Alors que le gouvernement des Pays-Bas n'avait pu en sept semaines de négociation adopter un plan d'austérité les agences de notation menacèrent de dégrader le AAA dudit pays. Au lendemain de cette menace – le gouvernement du Pays-Bas a trouvé un compromis concluant à un accord sur un plan d'austérité évalué à 13 milliards d'euros. Cette attitude des agences de notation suivie d'un tel effet sur une politique économique et sociale d'un Etat sensé être souverain, parmi plusieurs autres cas similaires, a été vécue par l'opinion publique néerlandaise comme une ingérence dans la souveraineté même dudit Etat.

<sup>106</sup> Larry ELLIOTT & Phillip INMAN, "Eurozone in new crisis as ratings agency downgrades nine countries: the end of the Eurozone?", The Guardian, 14 janvier 2012

<sup>107</sup> Jean-Jacques ROUSSEAU, "Du Contrat Social; ou, Principes Du Droit Politique", éd. Marc-Michel REY. 1762. Selon l'auteur, le contrat social serait le fait de « trouver une forme d'association qui défende et protège de

remettent leur liberté entre les mains d'un pouvoir régalién qui se voudrait garant de l'ordre et de la justice. En effet, appréhender la question des agences de notation sous leurs défaillances et à travers le prisme d'un véritable pouvoir économique de notation serait *in extenso* remettre en cause la compétence de l'Etat dans sa capacité à pouvoir gérer, à travers l'idée d'un contrat social dans lequel les démocraties modernes s'inspirent dans leur fondement, l'organisation d'une société qui se veut être aussi une société de marchés.

**35.** D'autre part, divers textes juridiques tant législatifs que réglementaires font appel à ces agences de notation. Depuis les premiers textes à l'instar du Banking Act de 1933 aux derniers accords de Bâle III, cette véritable institutionnalisation des agences de notation permet, par exemple, à ces structures de déterminer quels titres de créance peuvent apparaître au bilan comptable des banques, de véhicules d'investissements, ou de sociétés afin de rendre maîtrisable le risque de crédit et de solvabilité de ces dernières. Cette prérogative apparaît plutôt audacieusement attribuée quand on considère, notamment, diverses faillites à l'image de celles d'Enron, Parmalat et plus récemment celle de Lehman Brothers.

Cette dernière, cinquième banque d'investissement américaine ayant reçu en 2007 le prix prestigieux de n°1 des « *Most Admired Securities Firm* »<sup>108</sup>, qui quelques jours avant sa faillite, le 15 septembre 2008, était encore notée dans la catégorie dite « investissement » par les trois principales agences de notation<sup>109</sup>. En effet, à la veille de ladite faillite Standard & Poor's attribuait à cette Banque la notation de A, Moody's quant à elle un A 2 et Fitch un A +, c'est-à-dire des notes qui représentent un risque de crédit faible, voire très faible, et qui sont en principe, attribuées à des sociétés qui ont une forte aptitude à honorer leurs engagements financiers à leur échéance<sup>110</sup>.

**36.** Les agences de notation exercent donc un pouvoir privé économique qui est aujourd'hui fortement critiqué et remis en cause par une logique financière qui a pour effet de dégrader

---

*toute la force commune la personne et les biens de chaque associé, et par laquelle chacun, s'unissant à tous, n'obéisse pourtant qu'à lui-même, et reste aussi libre qu'auparavant. Tel est le problème fondamental dont le Contrat social donne la solution.»*

<sup>108</sup> Prix attribué chaque année par le célèbre magazine américain « *Fortune* » - le classement de la Banque Lehman Brothers est toujours disponible sur le site web de CNN Money et élisait à la seconde place la Banque Bear Sterns qui connût de grande déboire financier pendant la crise des *subprime*. Ce magazine très influent dans le monde économique et des affaires est aussi connu pour avoir élu, dans son édition d'avril 2001, la société Enron « société américaine la plus innovatrice » pour la sixième année en 2001

<sup>109</sup> Rapport d'information n° 598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI Agences de notation, déposé le 18 juin 2012

<sup>110</sup> Voir le « *Rating Symbols and Definition* », glossaire des diverses notations attribuées par Moody's, disponible depuis septembre 2013, notamment sur le site internet de l'agence :

[https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004) ;

l'équivalent chez Standard & Poor's : disponible sur l'un onglet intitulé « Credit Ratings Definitions & FAQs » : <http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us>

nombre de principes juridiques sur lesquels cette même logique s'appuie, notamment, en terme de maîtrise de risque. Pour reprendre les propos du Professeur Alain SAYAG concernant l'information financière, ces structures de notations sont logiquement devenues « *l'un des rouages essentiels du système juridique* »<sup>111</sup> et économique de notre société à modèle capitaliste, en ce que ces dernières sont **un pouvoir privé économique de notation, (Titre I)** qu'il faut savoir appréhender dans sa **complexité** et réformer afin de restaurer, voire d'instaurer, une certaine probité des acteurs de marchés, qu'ils soient publics ou privés. D'autre part, **ces agences apparaissent jouir d'un véritable pouvoir normatif à grand risque (Titre II)** auquel il est nécessaire de pouvoir s'affranchir au risque de se retrouver à nouveau dans une finance mondiale ressemblant plus à un système de domino qu'à un système organisé et réglementé.

---

<sup>111</sup> Alain SAYAG, "L'information légale dans les affaires. Quels enjeux ? Quelles évolutions ?" Colloque du Creda, Op.Cit.

# Titre I

## Les rouages complexes d'un pouvoir privé économique de notation

---

37. En reprenant l'approche de Gérard FARJAT<sup>112</sup> sur la notion de pouvoir privé économique, l'analyse des agences de notation passe indiscutablement par la dissection juridique de l'exercice et des modalités d'un tel pouvoir détenu par lesdites agences. C'est d'ailleurs sur ces deux points principaux que s'est concentrée au cours des années 2011 et 2012 la mission sénatoriale « *commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation* <sup>113</sup> » afin de faire la lumière sur le fonctionnement de ces entités dont les rouages demeurent obscures, notamment, pour les pouvoirs publics qui ne peuvent ainsi apprécier des comportements et mécanismes qui brillent surtout par la mise en cause desdites entités dans le cadre de divers scandales économique-financiers et qui restent dans leur ensemble que très peu, voire pas du tout, réglementées malgré diverses tentatives mises en place afin d'entourer l'activité de notation. En effet, c'est principalement au sein de ses rouages

---

<sup>112</sup> Gérard FARJAT, “*Droit économique*”, 1<sup>ère</sup> édition, Paris, PUF Thémis, 1971, p.83

<sup>113</sup> MCI Agences de notation conduite par de Mme Frédérique ESPANAC et M. Aymeri de MONTESQUIOU (2011-2012).

complexes que ce pouvoir privé économique va focaliser la majorité des critiques tant publiques que privées qui lui sont adressées.

**38.** Parmi ces critiques, il y a tout d'abord celle qui reproche à ces structures d'avoir été juge et partie lors de la notation dans le cadre de l'émission des titres de créances<sup>114</sup>. En d'autres termes, les agences auraient dans ledit cas joué à la fois le rôle de filtre du marché pour des instruments financiers qui n'auraient pu accéder sur ledit marché sans la notation délivrée par les agences, cela contre rémunération provenant de l'Etablissement émetteur. Cet aspect particulièrement lucratif de l'activité de la notation de crédit fut un des facteurs essentiels, notamment, de la crise des *subprimes*, en ce que ce dernier aurait engendré des analyses ainsi que des notations manifestement surévaluées et dont la correction s'est avérée plus pro-cyclique dans la crise que préventive à l'égard des marchés financiers<sup>115</sup>, tant du côté des institutionnels que des investisseurs plus modestes qui sombrèrent, quant à eux, dans un état de panique généralisée. Corollairement à la première critique, le manque de réactivité des agences de notation est souvent mis en cause concernant la notation de titres, que cela soit dans le cadre d'une phase haussière ou baissière. En d'autres termes, les agences de notation ont une tendance à plus suivre les courants de marchés qu'à les anticiper. En effet, comme l'explique Philippe RAIMBOURG<sup>116</sup>, Professeur à l'Université Panthéon - Sorbonne, la qualité des titres est, en parallèle des notations émises par les structures dédiées à cette activité, appréciée par les investisseurs sur les marchés. En termes de titres de créances, cette appréciation va se matérialiser à travers les prix des obligations échangées sur les marchés réglementés. Lesdits échanges vont faire ressortir un *credit spread*<sup>117</sup> ou écart de taux qui va faire transparaître la véritable valeur, ou du moins l'indice économiquement le plus proche en terme de qualité d'un titre de créance qu'il soit celui d'un émetteur privé ou public. Ces variations de *spread* traduiront donc les variations du risque de crédit perçu par les investisseurs au regard d'un titre de créance. Mais encore, selon le Professeur RAIMBOURG « *l'observation de l'évolution des spreads obligataires indique, depuis de nombreuses années, que les réactions des investisseurs*

---

<sup>114</sup> Carl LEVIN, Sénateur (D-Mich.), dans le cadre du rapport de la Sous-commission d'enquête sur le rôle des agences de notation dans la crise financière, dite Commission LEVIN, « *Wall Street and The Financial Crisis : The Role of Credit Rating Agencies* » Volume 3/5, 23 avril 2010. p 272.

<sup>115</sup> Carl LEVIN, Sénateur (D-Mich.), Committee on Homeland Security and Governmental Affairs « *Wall Street and The Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse* » – « *Increasing High Risk Loans and Unaffordable Housing* », April 13<sup>th</sup>, 2011, p. 259.

<sup>116</sup> Philippe RAIMBOURG, « *Réformer le fonctionnement des agences de notation* », Revue Banque N°749, p.26, Juin 2012.

<sup>117</sup> L'Arrêté du 7 juillet 1994 relatif à la terminologie économique et financière, version consolidée du Journal Officiel du 31 juillet 1994, définit le *credit spread* comme étant l'écart mesuré en taux d'intérêt entre qu'obtiendraient pour des opérations similaires des émetteurs différents.

*anticipent le plus souvent les annonces des agences, qu'il s'agisse d'une modification de rating ou d'une mise sous surveillance. On serait donc enclin à penser que les agences ne renseignent pas les investisseurs, tout au moins ceux qui font les prix. Cette lenteur de réaction des agences a été particulièrement soulignée lorsque des émetteurs, toujours relativement bien notés, ont néanmoins connu de sérieuses difficultés. La réponse des agences, tout à fait acceptable, consistant à affirmer qu'elles évaluent un risque de crédit structurel et non pas conjoncturel (rating through the cycle), n'en évacue pas pour autant la question de leur utilité pour le marché financier <sup>118</sup>». Plus qu'une utilité, c'est une réelle dépendance que va avoir ledit marché financier à l'égard des agences de notation. Cette dépendance va même se matérialiser au niveau des pouvoirs publics. En effet, dans le cadre de la prévention du risque systémique<sup>119</sup> les pouvoirs publics sont allés jusqu'à intégrer les agences de notation au premier rang des acteurs systémique du secteur financier<sup>120</sup>, destinés à prévenir des situations de défaut, ayant directement une influence et un impact de première importance dans l'appréhension et la maîtrise dudit risque. Cela en ce que ces structures sont notamment créatrices de norme, caractéristique mise en avant dans l'approche sur les pouvoirs privés économiques.*

**39.** L'affranchissement des agences de notation va donc s'appréhender à travers la **persistante opacité processuelle de la création normative de notation (Chapitre I)** et selon la mesure de **persistante crédibilité équivoque des agences de notation (Chapitre II)**. Deux points dont l'évolution n'est toujours pas significative malgré un désir manifeste des pouvoirs publics nationaux et extranationaux de vouloir réglementer l'activité de notation.

---

<sup>118</sup> Philippe RAIMBOURG, "Réformer le fonctionnement des agences de notation", op.cit. Revue Banque N°749, p. 26, Juin 2012.

<sup>119</sup> Rapport de Jean-François LEPETIT sur le risque systémique remis à Christine Lagarde, alors Ministre de l'économie, de l'Industrie et de l'emploi en Avril 2010. Dans ce rapport p.12, le risque systémique est défini comme un risque de nature macro-économique, qui n'est pas clairement identifié dans la réglementation financière à la différence des risques micro-économiques plus classiques (risque de taux, risque de crédit, etc.). Le risque systémique est un risque de dégradation brutale de la stabilité financière, provoqué par une rupture dans le fonctionnement des services financiers, et répercuté sur l'économie réelle. On ne peut pas exclure a priori d'institutions financières du champ d'analyse du risque systémique.

<sup>120</sup> Banque de France – Documents et Débats N°4- Chapitre 4 "Les éléments déstabilisateurs ayant aggravé la crise", p.3, Mai 2012.

# Chapitre I :

## L'opacité processuelle de la création normative de notation

« *La transparence parfaite est un mythe...* ». Mathieu LAINE, Post-polique, éd. Lattes 2009

---

40. Dans le cadre d'un entretien accordé au quotidien économique « les Echos » en décembre 2011, Michel BARNIER, déclarait que « *Les agences de notation ont un pouvoir exorbitant [...] il faut les forcer à travailler de manière transparente*<sup>121</sup> ». Cette déclaration du Vice-président de la Commission Européenne, Commissaire européen au Marché intérieur et aux Services, souligne l'élément centralisateur des plus grands débats concernant les agences de notation. La transparence est une notion qui, dans l'encadrement de la société actuelle à prédominance d'économie de marché, a été sacralisée par l'ensemble des législateurs à travers ce qui peut être qualifié de véritable « *mythe de la transparence imposée*<sup>122</sup> ». D'où l'émergence de textes destinés à instituer et à encadrer cette notion dans les pratiques des affaires et plus particulières au sein de celles touchant au droit des marchés financiers à l'exemple de la Directive 2004/109/CE<sup>123</sup> du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004, dite

---

<sup>121</sup> Michel BARNIER, Vice-président de la Commission Européenne et Commissaire européen au Marché intérieur et aux Services, « *Le Commissaire européen Michel Barnier veut limiter le pouvoir des agences de notation en introduisant plus de concurrence sur ce marché et en les forçant à travailler de manière transparente* », Interview exclusive, Les Echos. Le 7 décembre 2011.

<sup>122</sup> Mathieu LAINE et Pascal SALIN, « *Le Mythe de la Transparence Imposée* ». La semaine juridique Entreprise et Affaires, N° 45. 6 novembre 2003. Bien que cet article ait été écrit antérieurement aux législations dites d'urgence et de sauvetage de la fin des années 2000 et du début des années 2010, son actualité ne saurait être plus adaptée. En effet, lesdites législations œuvrant pour plus de transparences représentent le plus souvent un effet placebo sur les investisseurs et acteurs de marchés que d'effet direct et à long terme sur les éléments qu'elles souhaitent faire évoluer vers plus de transparence. D'autre part, comme il sera analysé ultérieurement, il peut être constaté l'effet contraire à celui souhaité. La superposition, voir l'accumulation, de textes législatifs et réglementaires peut nuire à la transparence souhaitée en créant un millefeuille législatif complexe à appréhender.

<sup>123</sup> Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE

« Directive Transparence », révisée en 2013<sup>124</sup>, de la Directive 2010/73/UE<sup>125</sup> du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 qui en est la déclinaison européenne, du Federal Reserve Transparency Act de 2009<sup>126</sup> ou du Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act<sup>127</sup> adopté par le Congrès américain le 21 juillet 2010.

**41.** En 1909, John MOODY écrivait<sup>128</sup>, concernant les obligations sur les compagnies de chemin de fer, que la notation était à la fois une garantie de sécurité « *security* » et aussi un gage de bonne liquidité « *salability* » du titre émis, afin que l'investisseur puisse prendre des participations avec une bonne connaissance de la qualité financière des produits proposés à la négociation. En d'autres termes, ce père fondateur de la notation donnait, à l'époque, une image particulièrement flatteuse de cette activité et présentait les quelques structures qui la pratiquaient, à l'instar de la sienne, comme les garantes de la stabilité financière internationale. Aujourd'hui, ces entités tentent en vain de défendre cette image d'intégrité vis-à-vis des marchés et des investisseurs,<sup>129</sup> alors que la dénonciation des agences de notation apparaît être le seul sujet de convergence, notamment, entre les gouvernements européens, la Banque centrale européenne et la Commission européenne<sup>130</sup>. En effet, cette critique qui semble depuis quelques années dépasser le cadre des amphithéâtres universitaires pour se déplacer au sein des sphères politiques du monde entier se justifierait au regard de **l'insuffisante transparence des agences de notation (Section I)** ainsi qu'à travers **l'appréhension complexe des moyens de notation (Section II)**.

---

<sup>124</sup> Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE

<sup>125</sup> Directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé

<sup>126</sup> H.R.1207 -Federal Reserve Transparency Act of 2009.

<sup>127</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, passed by the House of Representatives on June 30, 2010. Cette réglementation intègre d'ailleurs en objet préliminaire les éléments suivants: « *Loi visant à promouvoir la stabilité financière des États-Unis en améliorant la responsabilisation et la transparence dans le système financier, pour mettre un terme au "too big to fail", pour protéger le contribuable américain, et protéger les consommateurs contre les pratiques des services financiers abusifs, et pour d'autres fins.* »

<sup>128</sup> John MOODY, « *Moody's Analyses of Railroad Investments* » ; N-Y, 1909

<sup>129</sup> Commission des finances, Audition Fitch, Moody's, Standard & Poor's sur le projet de loi de régulation bancaire et financière, 9 juin 2010.

<sup>130</sup> Jean-Jacques OHANA, président de Riskelia, et Steve OHANA, professeur de finance à L'ESCP Europe, « *Les agences de notation, coupables, forcément coupables!* » ; La Tribune, le 8 juillet 2011.

---

## Section I:

# L'insuffisance persistante de la transparence des agences de notation

---

42. L'activité de *rating* catégorise donc sous forme de note le risque de crédit et de liquidité, constituant l'aptitude pour un débiteur de lever des fonds immédiatement disponibles (liquides) afin de pouvoir honorer ses obligations financières et de solvabilité, matérialisant, ainsi, la capacité pour un débiteur de rembourser une dette. Ces sous-jacents, débiteurs, notés peuvent être aussi multiples de par leurs natures que par leurs situations géographiques, ce qui, en outre, rend cette activité particulièrement complexe dans son appréhension. Cette complexité ainsi que ce manque de transparence ont souvent été soulevés par les régulateurs et autorités ayant voulu comprendre, postérieurement aux récentes crises, le fonctionnement d'une industrie, pourtant ancienne, et dont les arcanes demeurent dans une certaine opacité.

43. En parallèle des législations et règlements déjà évoqués, dont les principaux sont la Directive Européenne 2010/73/UE<sup>131</sup>, et le Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act<sup>132</sup> de 2010, plusieurs autres textes ont précisé les contours de ce qui se peut être considéré comme le premier jalon de la transparence des agences de notation. C'est donc aux fins de cette transparence sur les méthodes utilisées par les agences de notation que le Règlement européen du 16 septembre 2009<sup>133</sup> a instauré, par exemple, une obligation générale

---

<sup>131</sup> Directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

<sup>132</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, passed by the House of Representatives on June 30, 2010. Cette réglementation intègre d'ailleurs en objet préliminaire les éléments suivants: « Loi visant à promouvoir la stabilité financière des États-Unis en améliorant la responsabilisation et la transparence dans le système financier, pour mettre un terme au "too big to fail", pour protéger le contribuable américain, et protéger les consommateurs contre les pratiques des services financiers abusifs, et pour d'autres fins. »

<sup>133</sup> Le Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit *« vise à encadrer l'activité des agences de notation de crédits en vue de protéger les investisseurs et les marchés financiers européens contre le risque de mauvaises pratiques. Il fixe les conditions d'émission des notations de crédit ainsi que des règles relatives à l'enregistrement et à la surveillance des agences »*

de publication des méthodes, modèles et hypothèses de notation aux agences enregistrées en Europe. Mais encore, la Commission Européenne a adopté le 30 septembre 2014 trois règlements délégués<sup>134</sup> visant à établir des normes techniques réglementaires nécessaires à la mise en œuvre de dispositions du précédent règlement communément appelé le règlement « agences de notation », dit règlement CRA 1<sup>135</sup>. Aux Etats-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC) a adopté le 27 août 2014<sup>136</sup> un nouveau règlement, amendant ainsi la Loi Dodd Franck de 2010, qui a, notamment, pour objet d'accroître la transparence des agences de notation.

44. Force est de constater qu'un certain volontarisme politique, qui peut être en principe louable, est bien présent sur la question de la transparence des agences de notation. Toutefois, malgré ce volontarisme, la transparence demeure de facto, selon les propres termes du législateur<sup>137</sup>, « *encore insuffisante car une notation est par nature subjective* ». Cette difficulté se matérialise tant au regard de la délicate appréhension de l'activité de notation (§1) que des lacunes persistantes des agences en matières de transparence méthodologique (§2).

---

*de notation de crédit.* » . Sur cette base ce règlement pose un certain nombre d'obligations de publications, incombant aux agences de notation, notamment quant aux méthodes utilisées afin d'accroître la transparence dans le processus de formation de la note. Voir aussi la liste des agences de notation de crédit enregistrées et certifiées (2014/C 438/12) publiée au Journal Officiel de l'Union européenne le 6 décembre 2014.

<sup>134</sup> [http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_fr.htm)

<sup>135</sup> Le Règlement n° 1060/2009 est le premier règlement européen sur les Agences de notation de crédit (Credit Rating Agencies ou CRA), Règlement (UE) n° 513/2011 est le second règlement européen portant sur ces entités (CRA2)

<sup>136</sup> SEC New Rules 2014- 178 , 17 CFR PARTS 232 240 249 and 249 b August 27<sup>th</sup>, 2014

<sup>137</sup> Rapport d'information n° 598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI Agences de notation, déposé le 18 juin 2012

## **§1) La délicate appréhension de l'activité de notation**

45. Pour l'Organisme international des commissions de valeurs (OICV) une agence de notation financière peut se définir comme une « *entité dont l'activité est l'évaluation du risque de crédit d'émetteurs, de titres de créances, de dérivés assimilés et ayant pour finalité la publication d'une notation correspondant à ladite évaluation*<sup>138</sup> ». La notion de risque de crédit, qui sous cet angle s'analyse plus comme un risque de défaut<sup>139</sup>, s'appréhende donc à travers la probabilité pour un débiteur, qu'il soit émetteur ou pas, de ne pas être en mesure d'assurer le remboursement en principal d'une créance ou du paiement des intérêts attachés à cette dernière. D'ailleurs, l'agence de notation Moody's souligne dans son lexique financier que ses notes « *évaluent la possibilité pour une obligation financière, quelle qu'elle soit, de ne pas être honorée comme convenu. Ces évaluations utilisent l'échelle mondiale de Moody's et reflètent à la fois la probabilité de défaut et toute perte financière subie en cas de réalisation de ce dernier*<sup>140</sup> ». L'un des critères de l'activité de notation est donc celui de l'évaluation résultant d'une analyse d'un risque de crédit.

46. Toutefois, toute évaluation ne résultant que d'une analyse statistique (excluant ainsi, l'analyse financière, comptable, systémique, etc.) ne pourrait pas se voir qualifier de notation financière au motif que ladite évaluation serait trop restreinte par rapport aux multiples champs d'analyses, parfois très subjectifs<sup>141</sup>, que doit regrouper une agence de notation dans l'émission d'une note. C'est d'ailleurs un des éléments qu'à retenu l'Autorité des marchés financiers qui précise que : « *ne pourront pas être qualifiée d'agence de notation les entités qui fondent exclusivement leurs notations sur l'analyse statistique. La notation, telle que pratiquée par les agences couvertes par le rapport, concerne à la fois des émetteurs (entreprises, établissements de crédit, sociétés financières, collectivités locales, établissements publics, compagnies*

---

<sup>138</sup> OICV, "Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies", December 3<sup>rd</sup>, 2004, Vers. Rev. May 2008

<sup>139</sup> Bien que les lexiques présents sur les divers sites institutionnels de ces structures aient évolués depuis la crise des dettes souveraines, les rapports publiés conjointement aux diverses notations estiment toujours la qualité d'une note vis-à-vis d'une probabilité plus ou moins existante d'un défaut. Voir les différents termes usités par les diverses structures avant 2012 ainsi que les pages et documents suivants publiés en 2014 : <https://www.spratings.com/about/about-credit-ratings/ratings-definitions-faqs.html> & Fitch Ratings – Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion – Dec 2014

<sup>140</sup> "They address the possibility that a financial obligation will not be honored as promised. Such ratings use Moody's Global Scale and reflect both the likelihood of default and any financial loss suffered in the event of default.", p.2, Moody's Rating Symbols & Definition June 2009

<sup>141</sup> SEC "The ABCs of Credit Ratings", Office of Investor, Education and Advocacy, Investor Bulletin; SEC Pub. N° 161, October 2013 p.2.

d'assurance et Etats souverains), des véhicules de titrisation, et tous les types de dette financière (certificats de dépôts, billets de trésorerie, obligations de premier rang ou subordonnées, prêts bancaires, ainsi que certains titres hybrides). L'analyse donnant lieu à la notation se fait sur la base d'informations publiques ou non, fournies ou non par les émetteurs<sup>142</sup> ». En effet, cette activité couvre, sans limitation apparente, tous types de débiteurs, privés comme publics, ainsi que tout type de dettes, qu'elles soient structurées ou non, et cela sans limitations géographiques. Dès lors, les agences de notation vont aussi bien noter, indifféremment, le risque de crédit lié à une commune Française<sup>143</sup>, à la dette de l'Etat Italien<sup>144</sup>, ainsi que celle se rattachant au secteur industriel Nippon<sup>145</sup> en passant par l'estimation de la solidité d'une banque Brésilienne<sup>146</sup> et l'évaluation d'un risque systémique lié à d'une zone économique déterminée, à l'exemple de la zone Euro<sup>147</sup>. C'est donc dans l'appréhension de ce critère analytique que l'activité de notation apparaît plus particulièrement complexe. Les agences selon une grille identique de notation vont noter des sous-jacents très, voir trop, différents pour être comparables. Cela représente inévitablement l'une des limites de cette activité ayant conduit *inter alia* aux défaillances connues, notamment, dans le cas de la crise des dettes souveraines. En effet, cette activité qui apparaît, alors, comme des plus titanesques, car couvrant des émetteurs ainsi que des marchés aux singularités les plus diverses, est pourtant assurée par les trois sociétés qui se partageaient, en 2011, 90%<sup>148</sup> du marché de la notation<sup>149</sup>. C'est à la lumière de l'indiscutable spécialisation qu'implique l'évaluation des marchés, très différents, dont les agences assurent pourtant la notation selon une grille « standard », mais propre à chaque agence, que Michel AGLIETTA, sur invitation de la commission sénatoriale

---

<sup>142</sup> Autorité des Marchés Financiers, Rapport 2004 de l'AMF sur les agences de notations financières, p.15, 26 janvier 2005 – Il s'agit du premier rapport, imposé par la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003, sur les agences de notation qui fait, notamment, transparaître des inquiétudes, du gendarme français de la bourse, qui s'avéreront devenir des réalités à partir de la période de la crise des subprimes 2007-2008.

<sup>143</sup> Ville de Cannes, "Standard and Poor's confirme la note AA à la ville de Cannes", publication officielle, 16 juin 2014.

<sup>144</sup> "Standard & Poor's dégrade la note de l'Italie à un cran de la catégorie spéculative" La Tribune, 6 décembre 2014

<sup>145</sup> Standard & Poor's, Industry Economic and Ratings Outlook: Stable Japanese RMBS Fundamentals Reflect Low Unemployment and Interest Rates, publication, November 11<sup>th</sup>, 2014.

<sup>146</sup> Sanat NALLIKAPPEN, "Banco do Brasil, Itau Unibanco Ratings Downgraded by Moody's", Bloomberg, June 28<sup>th</sup>, 2012.

<sup>147</sup> "Eurozone Sovereign Rating And Country T&C Assessment Histories", Standard and Poor's, Publication January 13<sup>th</sup>, 2012.

<sup>148</sup> Thomas FRIEDMAN, "Des chemins de fer aux Etats endettés, la longue histoire des agences de notation", Le Monde, Le 8 Juillet 2011

<sup>149</sup> Voir la liste publiée par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), parue au JO UE (Liste des agences de notation de crédit enregistrées et certifiées (2015/C 33/04) V : [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=OJ:JOC\\_2015\\_033\\_R\\_0004](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=OJ:JOC_2015_033_R_0004)

en charge d'un rapport sur les agences de notation, avait affirmé que « *la notation souveraine n'est en rien comparable à celle des entreprises. Un Etat n'est pas une entité qui a pour fonction de faire des profits et de rentabiliser un capital. Une entreprise peut disparaître, mais un Etat vit infiniment : la notion de faillite n'a pas le même sens. Une entreprise est en faillite quand son bilan fait apparaître un actif net négatif. Or un Etat n'a pas de bilan : son actif principal est sa capacité à taxer* <sup>150</sup> ». L'activité de notation réaffirme là encore sa complexité, voir son opacité, en considérant la multiplicité des sous-jacents notés ainsi que la diversité de leurs émetteurs. Mais encore, l'aptitude des entités de notation à pouvoir réaliser cette mission d'évaluation sur des objets aussi variés peut conduire à certaines limites parfaitement illustrées dans le commentaire ci-dessus exprimé ainsi que par les diverses critiques résultant des dernières crises financières subies.

47. D'autre part, les agences de notation n'ont pas pour rôle celui de commissaire aux comptes, ni d'audit, et n'ont pas pour missions, celles de certification ou de vérification de bilan comptable ou de budget de collectivité territoriale, bien que, comme il sera développé ultérieurement, certaines de ces activités peuvent être proposées par les structures de notation à travers des prestations complémentaires qui seront, en règle générale, assurées par le biais d'une filiale ou d'une société sœur<sup>151</sup>. Aussi, l'activité de notation se distingue de l'analyse financière et de l'activité d'analyste financier en ce qu'elle n'émet, en principe, pas de recommandation d'achat, de conservation ou de vente mais bien une note sur le titre de créance faisant l'objet d'une évaluation. Cependant, si la note n'est pas explicitement une recommandation vis-à-vis d'un titre il peut néanmoins être constaté la très forte corrélation entre la variation de la notation des agences et la variation des prix des certains instruments financiers (à l'image des Credit Default Swaps<sup>152</sup> ou Collateralized Debt Obligation<sup>153</sup>) ou des taux obligataires<sup>154</sup>. Cette

---

<sup>150</sup> Audition de M. Michel AGLIETTA, Professeur d'économie à Paris X-Nanterre et membre de l'Institut universitaire de France, dans le cadre de la MCI Agences de notation conduite par de Mme Frédérique ESPANAC et M. Aymeri de MONTESQUIOU le 5 juin 2012.

<sup>151</sup> A voir sur <https://www.moodys.com/productandsolutions>

<sup>152</sup> John HULL, Mirela PREDESCU and Alan WHITE, "The relationship between Credit Default Swap Spreads, Bond Yields, and Credit Rating Announcements", Rotman School of Management working Paper N°2173171, January 2004. Les *credit default swaps* (CDS) sont des produits d'assurance contre le défaut d'un émetteur qui fonctionne de la manière suivante : un acheteur qui souhaite se prémunir contre le risque de crédit verse une prime à un vendeur qui s'engage à rembourser la partie de la dette qui n'est pas recouvrée en cas de défaut.

<sup>153</sup> Nourriel ROUBINI, « Inside Job » 01 :28 :33.11, Sony, September 30th, 2010, les Collateralized Default Obligation (CDO) sont des instruments financiers complexes adossées à des actifs, comprenant souvent des crédits bancaires, qui peuvent comporter plusieurs tranches présentant différents niveaux de risque pour l'investisseur.

<sup>154</sup> OECD Sovereign Borrowing Outlook 2013, Chapter 2 figure 2.3. Euro area & year government bond yield and spread to Bund (1999-2012) OECD Library, January 31<sup>st</sup>, 2013.

corrélation traduirait donc une certaine recommandation *de facto* qu'induirait la notation une fois cette dernière annoncée et publié.

**48.** La publication représente le dernier critère de l'activité de notation financière et de crédit. Néanmoins, c'est ce critère qui va apporter à la note toute sa dimension ainsi que son véritable impact qu'il soit positif ou négatif. Dans ce dernier cas, la publication d'une notation négative peut s'avérer être une explosion à forte déflagration, au regard du marché, des investisseurs et des entités publiques ou privées faisant l'objet de ladite notation<sup>155</sup>. Généralement, les principales agences de notation accomplissent ce critère de la publication d'une part, par voie de presse, à l'exemple d'un communiqué qui serait transmis aux principales agences de presse<sup>156</sup>, d'autre part, par le biais de leur site Internet institutionnel<sup>157</sup>, sous forme de courtes annonces, et enfin, à travers un mémorandum détaillé qui serait envoyé aux abonnés desdites agences<sup>158</sup>. Bien que la publication des notations soit, en principe, effectuée avec le consentement de l'émetteur ou de l'entité notée, principe souvent appliqué lorsqu'il s'agit de notation sollicitée, force est de constater que la tendance est plutôt à la « *publication intempestive* <sup>159</sup>», sans information et avis du sous-jacent noté. Ce mode de communication, très décrié par la doctrine et les différents législateurs, se trouve être très favorable au risque de désorganisation et d'instabilité des marchés, comme l'a démontré la crise de la dette souveraine. C'est ce que soulignait Michel BARNIER, alors, Commissaire Européen en charge de Marché intérieur, en rappelant que « *Nous conservons tous en mémoire certains épisodes particulièrement regrettables observés au cours de l'année passée. Nous souhaitons mettre un terme aux risques de désorganisation et à l'instabilité des marchés en réglementant les publications intempestives de notations souveraines.* <sup>160</sup>». C'est en outre ce qui a motivé

---

<sup>155</sup> Voir l'article sur les dégradations successives de la dette grecque au début de la crise des dettes souveraines par Gerald F. SEIB, "The Greek Problem", WSJ, October 2009.

<sup>156</sup> A l'exemple de l'Agence France Presse, Thomson Reuters, Associated Press, Bloomberg, etc.

<sup>157</sup> A l'exemple de : <https://www.moodys.com/researchandratings/research-type/issuer-research/ratings-news/003004005/4294966708/4294966848/-1/0/-/0/-/fr/fra/rr> ou

[http://www.standardandpoors.com/en\\_EU/web/guest/ratings/ratings-actions](http://www.standardandpoors.com/en_EU/web/guest/ratings/ratings-actions)

<sup>158</sup> [https://www.moodys.com/registerinfo.aspx?from=Nav\\_Reg](https://www.moodys.com/registerinfo.aspx?from=Nav_Reg)

<sup>159</sup> Michel BARNIER, Membre de la Commission européenne, chargé du Marché intérieur et des Services, « *Speech : Débat sur les agences de notation de crédit* » Session plénière du Parlement européen ». Strasbourg, le 15 janvier 2013. Le dispositif vise « *aussi à réduire et, à terme, à éliminer la dépendance au recours excessif aux notations de crédit. En pratique, les établissements financiers ne pourront plus se fier exclusivement et parfois aveuglément aux notations de crédit pour leurs investissements. Ils seront amenés à réviser leurs règles internes pour éliminer les références aux notations lorsque celles-ci risquent d'avoir des effets mécaniques.* » Le législateur européen insiste donc à travers l'intervention de son Commissaire européen à réaffirmer l'importance de s'affranchir de l'influence de agences de notation. Toutefois, comme indiqué plus bas, cet affranchissement passe par des mesures qui apparaissent très limités.

<sup>160</sup> Ibidem

l'adoption d'une Résolution législative du Parlement européen du 16 janvier 2013 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009<sup>161</sup>. Ce texte implique que les agences devront mettre en place un calendrier annuel de publication des notations. Ce dernier devra comporter la publication d'un maximum de trois notations n'ayant pas été sollicitées sur les dettes souveraines. D'autre part, les dates de publication des telles notations devront être communiquées par les agences à la fin de l'année qui précède lesdites publications. De plus, afin de réduire les répercussions négatives que pourraient avoir de telles publications non sollicitées sur le marché, ces dernières devront impérativement être publiées le vendredi après la clôture des marchés et au moins une heure avant leur ouverture. Ce Règlement (UE) européen du 21 mai 2013 prévoit ce nouveau dispositif concernant la publication selon les termes suivants : « *Compte tenu de la spécificité des notations souveraines, et pour réduire le risque de volatilité, il est approprié et proportionné d'exiger des agences de notation de crédit qu'elles ne publient ces notations qu'après la fermeture des places boursières établies dans l'Union, et au moins une heure avant leur ouverture. Sur la même base, il apparaît également approprié et proportionné que les agences de crédit de notation publient, à la fin du mois de décembre de chaque année, un calendrier pour les douze mois suivants indiquant les dates de publication de notations souveraines et, le cas échéant, celles des perspectives de notation correspondantes. Les dates fixées devraient tomber un vendredi. Uniquement pour les notations souveraines non sollicitées, le nombre des publications prévues dans le calendrier devrait se limiter à deux ou trois. Il convient de permettre aux agences de notation de crédit, lorsque c'est nécessaire pour satisfaire à leurs obligations légales, de s'écarter du calendrier qu'elles ont annoncé, en expliquant en détail les raisons de cet écart. Un tel écart ne saurait toutefois se produire habituellement.*<sup>162</sup> » Bien que l'esprit de ce texte soit, à première lecture, des plus louables parce qu'il tend à encadrer la délicate question de la publication, de multiples reproches peuvent lui être faits.

**49.** Ainsi, particulièrement préoccupés par la crise des dettes souveraines, dont bon nombre d'Etats peinent, encore, à se remettre, le législateur communautaire a limité ce texte à la « *spécificité des notations souveraines [...] non sollicitées*<sup>163</sup> », excluant ainsi de son prisme,

---

<sup>161</sup> Règlement (UE) N°462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>162</sup> Règlement (UE) N°462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit. L 146/9 (40)

<sup>163</sup> Ibidem

tant, la notation financière souveraine sollicitée que la notation financière privée<sup>164</sup>. Cette exclusion peut se justifier à travers un impératif de sécurité juridique et de maintien de l'ordre public économique<sup>165</sup>, deux notions qui ont manifestement guidées le législateur dans sa prise de décision limitant la portée dudit texte. Toutefois, il est regrettable qu'un calendrier comparable, sans pour autant être aussi restrictif, n'ait pas été adopté pour le secteur privé afin d'encadrer la publication intempestive qui demeure, là encore, souvent la règle pour les entités dont la notation n'a pas été sollicitée. Aussi, en créant des régimes spécifiques le Parlement européen qui souhaitait mettre de l'ordre dans une activité qui se voulait complexe, risque d'engendrer l'effet inverse, à savoir être vecteur d'une complexité supplémentaire entourant l'activité de notation. Mais encore, ce dispositif a, notamment, pour effet pernicieux de ne plus permettre le comparatif entre les notes émises, par les diverses agences, sur les dettes souveraines des Etats européens<sup>166</sup>. Cela ayant pour conséquence de créer des véritables « neutrons législatifs<sup>167</sup> », éléments législatifs tant décriés par le Professeur Jean FOYER, renforçant ainsi l'opacité d'un secteur qui nécessiterait, au contraire, une plus grande transparence.

**50.** D'autre part, le législateur présente déjà une exception au calendrier en permettant aux agences de déroger à ce dernier « *pour satisfaire à leurs obligations légales [...] en expliquant en détail les raisons de cet écart.*<sup>168</sup> ». En d'autres termes, si la notation non sollicitée s'avère être une obligation légale, l'agence de notation pourra déroger audit calendrier. Cette dérogation présente, quand elle se trouve mise en parallèle avec la notion de *delegated monitoring*, les limites qu'engendre une telle réglementation. Effectivement cette notion qui fera l'objet d'un développement plus approfondi dans une partie ultérieure, présente déjà la portée restreinte d'un tel texte dans le cas où, par exemple, l'émission d'un *Credit Default Swap* (CDS) à des fins de couverture d'un risque de défaut souverain, impliquerait la notation de l'Etat sous-

---

<sup>164</sup> Ces deux types de notation, sollicitée et non sollicitée seront développés dans le prochain paragraphe. En effet, le particularisme touchant à ces deux méthodes de notation est révélateur du manque de transparence des agences de notation

<sup>165</sup> Gérard FARJAT, "*L'Ordre Public Economique*", Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1963.

<sup>166</sup> Institut MONTAIGNE, "*Nouvelle Réglementation Européenne sur les agences de notation : Quels bénéfices en attendre*", p.2, Mars 2013

<sup>167</sup> Jean FOYER, "*Loi d'orientation de la recherche et du développement technologique*", J.O. AN, 21 juin 1982, p. 3667.

<sup>168</sup> Règlement (UE) N°462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit. L 146/9 (40). En apportant cette limitation le législateur prévoit déjà les cas où l'appel à la notation est prévu dans un cadre légal. Il aurait été plus judicieux de s'attaquer directement aux textes prévoyant ce type de « notation légale ».

jacent<sup>169</sup> afin de respecter la réglementation en place en terme d'émission, notamment, de produits dérivés ou plus couramment de la réglementation concernant le critère d'éligibilité des actifs négociables.<sup>170</sup>

51. De ce fait, ce texte est particulièrement révélateur de la complexité touchant à l'activité de notation. La multiplicité des textes qui tendent à encadrer cette activité ne simplifie pas, pour autant, ce qui apparaît comme un véritable millefeuille de la notation, comme en témoigne l'insuffisante transparence méthodologique des agences.

## **§2) L'insuffisante transparence méthodologique des agences de notation**

52. La Mission Commune d'Information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation (MCI AN), a rappelé dans son rapport de 2012 que « *chaque agence élabore sa propre méthodologie de notation. Elle relève en quelque sorte d'un « secret de fabrication ».* Selon l'argumentaire longtemps entretenu par les agences, la réputation et la sanction du marché agiraient comme les garants naturels de la qualité des notations. Les agences incitent d'ailleurs les utilisateurs des notations à comprendre les principes et la méthodologie utilisés.<sup>171</sup> » Autrement dit, il n'y aurait pas de processus standardisé ou de critères objectifs communs pouvant définir la méthodologie à appliquer lors de l'émission d'une notation. Aussi, le seul « garde-fou » des agences de notation ainsi que de la qualité des notes émises serait le marché lui-même, alors que ce même marché est sensé s'appuyer sur la notation afin de distinguer le bon grain de l'ivraie. Outre cette situation révélatrice d'un réel ouroboros technique et juridique, c'est bien là que réside l'un des éléments les plus pernicieux ayant

---

<sup>169</sup> Philippe HUBERDEAU, « *La dette souveraine est-elle assurable?* » Revue Banque – Banque & Stratégie n°307, ENASS PAPERS 3 : L'extension de l'univers du risque 9 octobre 2012.

<sup>170</sup> Décisions du Gouverneur de la Banque de France n° 2008-01, n° 2009-01, n° 2009-02 « *Parmi les critères d'éligibilité, figure la qualité de signature de l'émetteur de l'actif négociable. La BCE publie une liste des actifs négociables éligibles, disponible sur son site internet [www.ecb.int](http://www.ecb.int), comprenant les actifs négociables dont l'émission ou l'émetteur est noté au minimum A par une des trois agences internationales de notation. Il faut ajouter à cette liste, l'ensemble des titres potentiellement éligibles à savoir les actifs négociables émis par des entreprises non notées par les agences internationales de notation mais évaluées favorablement (probabilité de défaut à un an inférieure à 0,10%) par la source d'évaluation du crédit choisie par l'établissement de crédit qui les remet en garantie auprès de la Banque de France ».*

<sup>171</sup> Rapport d'information n° 598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI Agences de notation, déposé le 18 juin 2012

conduit aux situations de crises récentes<sup>172</sup>. Toutefois, au regard de ce qui peut être constaté lors de l'analyse des multiples processus de notation, à la lumière des résultats provenant des différentes commissions d'enquêtes ou missions d'information, qu'elles soient américaines<sup>173</sup>, européennes<sup>174</sup> ou nationales<sup>175</sup><sup>176</sup>, il peut être déterminé deux modalités d'attribution de notations. De ces deux modalités vont découler des méthodologies différentes, à savoir la notation sollicitée(A) et non sollicitée(B).

## A) La notation sollicitée

**53.** La notation sollicitée peut être considérée comme le processus de notation s'effectuant à la demande d'une entité publique ou privée sur sa propre structure, dette ou émission de produits financiers. D'après Andrew FIGHT<sup>177</sup>, cette notation ainsi réalisée va permettre à l'entité demanderesse d'avoir un accès plus facile aux marchés de capitaux en fournissant aux investisseurs une information substantielle sur sa solidité financière. Mais encore, une notation même basse à un indiscutable effet de notoriété de la structure notée ; cette dernière bénéficiera ainsi d'une bonne publicité qui diffusera une certaine volonté de transparence sur ses états financiers. Aussi, au sein de cette notation sollicitée dans le secteur privé, le processus de notation s'effectue en partenariat avec l'entité notée, qui fournira un certain nombre de documentations financières et comptables qui vont permettre la réalisation d'un premier rapport. Pour une entité publique, à l'exemple d'un Etat, cette coopération sera identique et

---

<sup>172</sup> “Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies” Senate Hearing 111-673. Volume 3, April 23<sup>rd</sup>, 2010. Le rapport de la commission Levin fait, notamment, état des protestations des agences de notation à l'instar de Moody's qui au regard des accusations et questionnements qui lui ont été posés proteste en indiquant que « *notre problème c'est que personne nous a parlé des changements qui étaient attendus [par le régulateur]. Comme il n'existe pas de critères publiés dérivant une méthodologie à appliquer comment sommes – nous censés savoir quoi appliquer ?* »

<sup>173</sup> Au nombre desquelles il convient de citer les différentes commissions présidées par le Sénateur Carl LEVIN, Op.Cit., ainsi que la Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) formée en 2009, sous la présidence de P. ANGELIDES dont les résultats ont été intégrés dans le rapport de consolidation connu sous le nom « Levin-Coburn » d'avril 2011.

<sup>174</sup> Credit Rating Agencies Technical Committee de l'Autorité Européenne des marchés Financiers (ESMA), fondé suite à l'adoption du Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009, dit CRA I.

<sup>175</sup> Voir le rapport n°3034 de la COMMISSION D'ENQUÊTE, présidée par Henri EMMANUELLI et ayant pour rapporteur Jean-François MANCEL, « *sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies* » qui a été enregistré à l'Assemblée Nationale le 14 décembre 2010 qui aborde en page 87 le pouvoir exorbitant des agences de notation.

<sup>176</sup> MCI Agences de notation conduite par de Mme Frédérique ESPANAC et M. Aymeri de MONTESQUIOU (2011-2012).

<sup>177</sup> Andrew FIGHT, “The ratings game”; Frontiers in Finance, January 15<sup>th</sup>, 2001.

amènera l'agence de rating à rencontrer du premier ministre au directeur de la banque centrale, en passant par le ministre de l'économie du pays concerné. Ces entretiens avec ces dirigeants visent et permettent d'obtenir des éléments et informations d'ordre plus confidentiel sur les perspectives, finances et performances de l'entité demanderesse.

**54.** Pour l'agence Fitch, quatre critères rentrent en compte pour l'analyse d'une dette souveraine<sup>178</sup>. Le premier critère s'analyse vis à vis des performances et perspectives macroéconomiques de l'Etat noté, le second examine la vulnérabilité de ce dernier en cas de divers chocs (pétrolier, boursier, etc.). Mais encore, le troisième critère est basé sur la structure des finances publiques, ainsi que la gestion d'un budget qui serait en parallèle confronté au remboursement d'une dette. Le quatrième, porte sur les finances extérieures et plus particulièrement la balance commerciale de l'entité. En d'autres termes, c'est une vraie mission d'audit et d'analyse financière que mènera l'agence scrutant au mieux l'ensemble des informations financières et comptables de l'entité ayant sollicité une notation. Là encore, que cela soit dans le cadre d'une notation d'une entité privée ou publique, un rapport sera rédigé puis présenté au comité de notation, composé du rédacteur de l'étude et de plusieurs autres analystes. A l'issue de cette présentation, le contenu fera l'objet d'un débat au cours duquel les membres pourront discuter, entre eux, des prises de positions financières ou de certaines politiques économiques de l'entité notée.<sup>179</sup> Puis interviendra un vote, au sein du comité, qui aboutira à l'attribution d'une note. Cette dernière sera portée à la connaissance de l'entité demanderesse grâce, notamment, à un rapport sur le processus qui a été réalisé pour en arriver à ces conclusions. L'entité pourra faire appel de la décision du comité. Sous réserve de nouvelles informations qui seraient apportées par la structure notée, le comité se rassemble pour confirmer ou changer la note. Une fois voté, la nouvelle note sera généralement rendue officiellement publique, comme il a pu être souligné dans le paragraphe précédent, par une conférence de presse. Postérieurement à cette notation et pour une durée d'un an (la notation est généralement revue une fois par an), l'analyste rédacteur du rapport précédemment établi continuera à suivre l'évolution financière et économique de l'entité notée. En cas de survenance d'un événement, à l'exemple d'une catastrophe naturelle, d'une politique considérée comme inflationniste, de la découverte de gisement de pétrole, de mine d'or, ou autres, qui justifierait la modification anticipée de la note attribuée; un comité extraordinaire peut être convoqué afin de réévaluer le rating de l'entité. Aussi, il apparaît important de souligner que les processus de

---

<sup>178</sup> Fitch Ratings, "Sovereign Rating Methodology". p.5, August 2010.

<sup>179</sup> <http://www.moodys.com/ratings-process/Ratings-Policy-Approach/002003>

notation, la méthodologie utilisée ainsi que les discussions engagées lors de ces comités ne sont pas accessibles au public<sup>180</sup>. De plus, ces éléments ne peuvent être qu'en partie visibles par les entités notées via un accès limité et personnalisé<sup>181</sup>, ou via des courtes synthèses explicatives remises à l'entité notée<sup>182</sup>. D'autre part, dans ce cadre de notation, c'est à l'entité demanderesse de rémunérer l'agence pour l'évaluation effectuée.

## **B) La notation non sollicitée**

**55.** La notation non-sollicitée, parfois qualifiée par les critiques de « notation sauvage<sup>183</sup> », consiste en l'émission d'une opinion sur la seule initiative de l'agence, sans que l'entité notée n'en ait formellement fait la demande ou qu'elle n'ait expressément donné son accord préalable. Dans ce cas, le processus de notation s'effectue, en principe, sans participation de l'entité cible de l'opinion et se fera grâce aux moyens d'une documentation financière rendue publique par l'entité notée<sup>184</sup>, qui seront obtenus auprès de diverses institutions, structures, à l'exemple de publications légales disponibles publiquement, d'informations disponibles auprès de Chambre de commerce et d'industrie, de l'Organisation Mondiale du Commerce, anciens créanciers, etc. Moody's définit ses notations « non sollicitées » en faisant, tout d'abord, la distinction entre les notations émises en dehors de l'Union Européenne et au sein de cette dernière<sup>185</sup>. Dans le premier cas, à savoir les notations émises à l'extérieur de l'Union européenne, les notations non sollicitées seront les notations publiées qui réunissent les deux conditions suivantes : d'une part la notation de crédit correspond à une première attribution de notation à un émetteur donné ; et, d'autre part, la notation de crédit n'a pas été sollicitée par l'émetteur et relève de l'initiative de Moody's Investor Services. Dans le second cas, à savoir celui des notations non sollicitées au sein de l'Union européenne, les notations non sollicitées seront les notations de crédit non formulées à la demande de l'émetteur ou de l'entité notée faisant l'objet de ladite notation. Ce qualificatif de notation non-sollicitée s'applique à la notation dite de crédit, autrement dit, aussi bien aux notations d'émetteur de titres de créances qu'aux notations de dette, y compris

---

<sup>180</sup><http://www.moodys.com/login.aspx?lang=en&cy=global&ReturnUrl=http%3a%2f%2fwww.moodys.com%2fuploadpage%2f2005700000433096.pdf>.

<sup>181</sup> <http://www.fitchratings.com/jsp/general/login/LoginController.faces>

<sup>182</sup> Voir Annexe 2 : S&P Rating Summary HSBC Private Bank (Monaco) S.A. 2010

<sup>183</sup> Richard LEFTWICH, « Comment noter les agences de notation ? » ; Les Echos, L'Art de la Finance, 2011.

<sup>184</sup> AMF, Rapport sur les agences de notation, 2005.

<sup>185</sup> Moody's, « Code de conduite professionnelle » définissant les normes de conduite pour Moody's Investors Service, Juin 2011

souveraine. Il est intéressant de noter que cette agence définit ce type de méthode de notation, dans son Code de bonne conduite professionnelle de juin 2011, alors qu'elle affirmait un an auparavant, et ce, avec une certaine virulence avoir « *cessé les notations non sollicitées il y a dix ans à cause de la difficulté de les expliquer tant aux émetteurs qu'aux investisseurs. En plus elles ont un coût pour l'agence.*<sup>186</sup> » Ce mode d'évaluation, contrairement au premier, ne portera pas sur une émission de titres de l'entité notée, mais sur sa solidité financière<sup>187</sup> et fera l'objet d'une publication sans consultation préalable des conclusions de l'agence. L'analyse conduisant à l'émission de cette notation se fera sur des critères plus subjectifs<sup>188</sup> que dans la première méthode de notation dans la mesure, *inter alia*, où elle se fondera sur des éléments externes au sous-jacent noté. Bien que les agences de notation aient prétendu ne pas vouloir développer cette méthode de notation car elle représente un investissement propre non négligeable<sup>189</sup>, l'Autorité des marchés financiers rapportait en 2004<sup>190</sup>, que pour répondre aux besoins du marché et des investisseurs, l'agence Fitch ne s'interdisait pas de recourir à des notations non sollicitées pour répondre aux besoins des investisseurs. Moody's jugeait bon, quant à elle, d'indiquer au gendarme français de la bourse qu'elle avait arrêté cette activité depuis 2000<sup>191</sup> alors que, par exemple, cette agence notait la dette souveraine française sous la méthode d'une notation non sollicitée<sup>192</sup>. Il est important de rappeler que cette méthodologie particulièrement décriée, notamment, par le législateur européen<sup>193</sup> a récemment fait l'objet d'un encadrement de la part de ce dernier, qui a même pensé à interdire la notation non sollicitée qu'elle soit émise sur un sous-jacent souverain ou non, à travers l'adoption d'un Règlement en 2013<sup>194</sup> Comme il a pu être analysé précédemment, cette réglementation impose l'adoption

---

<sup>186</sup> Frédéric DREVON, alors Senior Managing Director de Moody's Europe, Moyen Orient et Afrique, lors de son Audition du 9 juin 2010 dans le cadre du Projet de loi de régulation bancaire et financière.

<sup>187</sup> Ce qui implicitement a pour conséquence de donner une estimation directe sur des éventuelles émissions effectuées par cette entité.

<sup>188</sup> SEC "*The ABCs of Credit Ratings*", Office of Investor, Education and Advocacy, Investor Bulletin; SEC Pub. N° 161, October 2013, p.4.

<sup>189</sup> Dans ce cas c'est l'abonné des publications des agences qui finance en grande partie cette notation sollicitée. Il sera considéré plus loin, les cas où cette notation non sollicitée peut permettre aux agences de notation de dégager des profits indirects très importants au regard d'autres activités, notamment sur la notation de crédit défaut swaps ou de produits structurés, où l'impact d'une notation non sollicitée est très fort.

<sup>190</sup> Rapport 2004 de L'AMF sur les Agences de Notation

<sup>191</sup> Leonardo DOMENICI, alors député socialiste italien au Parlement européen et l'un des rapporteur, Intervention lors de la conférence de presse pour l'adoption du règlement européen, op.cit., 15 janvier 2013.

<sup>192</sup> AMF, "*Les Agences de notation : Comprendre et utiliser leurs notes de crédit*", publication, juillet 2013.

<sup>193</sup> Mathieu BION, "*Le Parlement européen entérine l'encadrement des agences de notation*", L'AGEFI, Le Point le 17 janvier 2013.

<sup>194</sup> Règlement (UE) N°462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit. L 146/9 (40)

d'un calendrier annuel de publication des notations souveraines non sollicitées, limitant ainsi leur nombre à un maximum de trois par publication.

**56.** En parallèle de cette véritable vindicte européenne à laquelle est livrée la notation non sollicitée, il peut être observé une considération, toute autre, de la part des régulateurs et législateurs outre Atlantique. En effet, bien loin de restreindre cette méthode de notation, les Etats-Unis tendent à promouvoir<sup>195</sup> cette dernière qu'ils jugent plus intègre vis-à-vis du marché et de l'investisseur, notamment sur la question d'éventuels conflits d'intérêts qui peuvent ternir la notation sollicitée. Ainsi, suite à la crise financière de 2008, la SEC a adopté de nouvelles règles<sup>196</sup> pour le secteur des agences de notation, y compris certaines mesures qui encouragent les notations non sollicitées. Le but de ces mesures étant de contrer les éventuels conflits d'intérêt en encourageant un modèle « investisseur – payeur » plutôt qu'un modèle « émetteur – payeur » modèle et qui assure, aussi, un "large éventail d'opinions sur la solvabilité" d'un titre ou d'un instrument. Il s'agit d'encourager le concept remis au goût du jour par le Sénateur américain Al FRANKEN de « *pay-for-performance* » (payer pour la performance) qui remplacerait le « *pay-for-play* » (payer pour jouer)<sup>197</sup>, ce concept fera l'objet d'une analyse plus profonde dans la partie, des présents travaux, qui traite plus en détail la notion de conflit d'intérêt qui se rattache aux agences de notation.

**57.** Toutefois, Les agences Standard and Poor's et Fitch déclarèrent, aussi, recourir à un type de notation non sollicitée qui apparait particulièrement intéressant. En effet, cette méthodologie implique les mêmes paramètres qu'une notation non sollicitée, si ce n'est que les agences obtiennent l'entière collaboration et coopération des entités notés, notamment, sur l'accès d'informations financières et comptables confidentielles tout en ne donnant pas pour autant lieu à une rémunération de la part de l'émetteur ou de l'entité notée. Tout comme une notation non sollicitée classique, dans ce cas de figure, l'initiative et la demande n'émanent pas de l'émetteur, ce qui explique l'absence de facturation, mais la collaboration existe afin de rendre la notation plus complète et pertinente quant à la réalité macroéconomique du sous-jacent de la notation. Bien qu'il puisse être considéré qu'une telle collaboration soit due à la crainte pour l'émetteur ou l'entité notée de se voir attribuer une mauvaise note, il peut être aussi loué le caractère positif de cette méthodologie sur son mode de financement, adapté à une

---

<sup>195</sup> Securities and Exchange Commission, "Report to Congress on Assigned Credit Ratings", December 2012.

<sup>196</sup> Securities and Exchange Commission, Proposed Rules for Nationally recognized Statistical Rating Organizations, Fed. Reg/ Vol. 74, N°25/ Bull. 6485. Monday, February 9<sup>th</sup>, 2009, d'où découle la Règle 17g-5 de la SEC qui vient amender le Securities Exchange Act de 1934 sur les conflits d'intérêts.

<sup>197</sup> Voir la proposition d'amendement qu'a formulée le Sénateur Al FRANKEN pour modifier le Dodd-Frank Act (Section 939F), 14 juin 2010 2<sup>e</sup> Session Législative du 111<sup>e</sup> Congrès.

publication de la notation qui elle encore pourrait être encadrée à travers un calendrier dans lequel le prisme de la notation souveraine non sollicité serait élargi. De ce fait, la méthode hybride de notation représente une piste de réflexion non négligeable dans le cadre d'une refonte de l'encadrement de la notation, cela, surtout quand il se traite des moyens alternatifs à mettre en place pour réduire l'influence actuelle des agences de notation sur la finance mondiale.

**58.** Aussi, ces éléments démontrent bien la nature complexe de cette activité, qui note sans distinction le secteur privé comme le secteur public, dans diverses zones géographiques et géopolitiques du monde et à travers des méthodologies qui demeurent malgré une évolution législative, peu transparentes. D'autre part, les moyens de notation présentent, eux aussi, une complexité d'où ressort des écarts significatifs entre certaines notations, ce qui renforce l'insuffisante transparence des agences de notation. Ces faiblesses méthodologiques vont être aggravées par l'appréhension complexe des moyens de notation, à savoir, ce que les agences de notation utilisent, de l'analyste à la note.

---

## Section II :

### L’appréhension complexe des moyens de notation

---

59. Dans le cadre de la présente analyse effectuée à travers le prisme du droit économique<sup>198</sup>, il apparaît important de distinguer ce qui relève, d’une part, de la Méthodologie, à savoir, de « *la marche rationnelle de l’esprit pour arriver à la connaissance de la vérité* <sup>199</sup>», et, d’autre part, ce qui est contingent à la notion de Moyen, à savoir, « *ce qui est fait ou ce qu’il est utilisé pour parvenir à une fin* <sup>200</sup>», et ce, afin d’analyser de façon substantielle les facteurs critiques liées aux agences de notation. Sous cet angle, il peut être admis que la commission du sénat américain, dite Commission « Levin-Coburn »<sup>201</sup>, à la lecture son rapport publié en avril 2011, a fait preuve de cette même distinction. C’est ainsi que dans ses propos préliminaires<sup>202</sup> sur les défaillances de la notation, ladite Commission a fait état des nombreux « *facteurs responsables d’erreurs et/ou d’inexactitudes dans l’attribution des notes* », notamment, de crédit par les agences Moody’s et Standard & Poor’s. Ces défaillances liées aux moyens employées par les agences de notations seraient dues, inter alia, à des « *modèles de notation trop variables* », à l’exemple des différentes grilles de notation, ainsi qu’à des « *ressources de notation et de surveillance* » jugées « *insuffisantes* », au regard de l’ampleur titanesque que représente pour une telle structure la notation d’un panel aussi large et diversifié de sous-jacents.

---

<sup>198</sup> Gérard FARJAT, “ *L’Ordre Public économique*”, Paris, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1963

<sup>199</sup> Selon une définition du dictionnaire encyclopédique LAROUSSE 2014 qui reprend sciemment les éléments théorisant la notion de Méthode issue du « Discours de la Méthode » de René DESCARTES, 1637

<sup>200</sup> Ibid.

<sup>201</sup> PERMANENT SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. Cette Commission active entre 2008 et 2011 a été activement présidée par Carl LEVIN, Sénateur (D-Mich.).

<sup>202</sup> PERMANENT SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs “*WALL STREET AND THE FINANCIAL CRISIS: Anatomy of a Financial Collapse*”, V.Inflated Credit Ratings: Case Study of Moody’s and Standard & Poor’s, D. Rating Deficiencies. p. 274 April 13<sup>th</sup>, 2011.

60. L'appréhension complexe des moyens de notation s'est aussi manifestée à travers la dégradation dite « par erreur », en novembre 2011, de la note de la dette souveraine de la France par l'agence Standard and Poor's<sup>203</sup>. Cette défaillance qui avait provoqué un véritable tôle dans la classe politique française<sup>204</sup> et européenne<sup>205</sup> qui avait qualifié cette « erreur » « *d'incident particulièrement grave* » qui « *montre que dans la situation extrêmement volatile et tendue des marchés actuellement, les acteurs de ces marchés doivent faire la preuve d'une rigueur et d'un sens particulier de la responsabilité* » avait conduit, à l'ouverture d'une enquête par l'Autorité des Marchés Financiers<sup>206</sup>. Les divers acteurs politiques nationaux et extranationaux se rattachaient alors aux différentes grilles de notation pour relever les incohérences d'une telle erreur. C'est l'Autorité Européenne des marchés financiers qui sanctionnera Standard & Poor's dans une simple déclaration publique indiquant des défaillances dans le contrôle interne de l'entité de notation, soulignant ainsi l'insuffisance liée aux moyens humains employés par ces structures<sup>207</sup>. Là encore, il peut être déploré un manque de coercition de la part du gendarme européen des marchés dont la sanction s'assimile plus à un simple constat d'une violation de la réglementation relative à la notation, dressé en place publique, qu'une sanction efficace avec un réel effet dissuasif pour le futur<sup>208</sup>. Dès lors, la Méthodologie des agences de notation ayant déjà fait l'objet d'un examen dans la section précédente, c'est en toute logique qu'il convient d'appréhender les Moyens complexes qui caractérisent le plus ces structures, à savoir, leurs échelles de notation (§1) ainsi les ressources (§2) qui décident de cette dernière.

---

<sup>203</sup> « *Standard and Poor's annonce par erreur la dégradation de la note de la France* », Le Monde avec AFP et Reuters, le 10 novembre 2011.

<sup>204</sup> Ibidem, François Baroin « *rumeur assez choquante ces informations qui ne correspondent à aucun fondement* ».

<sup>205</sup> Commission Européenne, « *Déclaration du Commissaire Michel Barnier suite à la notation erronée de la France par Standard & Poor's* », Memo 11/777, 11 novembre 2011. Le Commissaire Européen précisait lors de cette conférence de presses les divers points de réforme qu'il envisageait, avec la commission, pour réformer la notation et plus particulièrement pour limiter les pouvoirs des trois agences principales, à savoir, « *projet législatif que je prépare pour la semaine prochaine renforcera la législation sur les agences de notation sur plusieurs plans: réduction de la dépendance sur les notations, et on voit bien aujourd'hui combien c'est important ; renforcement de la concurrence et élimination des conflits d'intérêts; augmentation de la transparence et de la rigueur de la notation de la dette souveraine; et enfin création d'un cadre européen de responsabilité civile en cas de faute caractérisée ou de négligence grave* ». Propos qui déboucheront à l'adoption du Règlement (UE) N°462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit. L 146/9 (40)

<sup>206</sup> AMF, Communiqué de presse « *L'Autorité des marchés financiers ouvre une enquête à la suite de la diffusion d'une information erronée par Standard & Poor's* », le 10 novembre 2011.

<sup>207</sup> ESMA, « *Decision to adopt a supervisory measure taking the form of a public notice in accordance with Articles 23e(5) and 24 of Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies* », ref. 2014/544. June 3<sup>rd</sup>, 2014.

<sup>208</sup> Voir sur l'efficacité des sanctions des régulateurs de marchés, Hubert de VAUPLANE « *Faut-il supprimer les pouvoirs de sanction de l'AMF et de l'ACPR ?* » Revue Banque, n°767-768, Janvier 2014.

## **§1) La variabilité de la note: facteur d'insuffisances**

61. Le 9 juin 2010, lors de l'audition des représentants des agences de notation, le sénateur Philippe MARINI s'interrogeait sur ce qui pouvait expliquer la pluralité des échelles de notation d'une agence à l'autre.<sup>209</sup> Cette interrogation prend sa source en ce que les agences possèdent leurs propres grilles de notation prétextant, notamment, définir chaque note d'une façon différente<sup>210</sup>. Bien que le fait d'être en présence de trois échelles différentes de notation puisse être en principe louable du point de vue concurrentiel, il n'en ressort par moins que le sous-jacent noté peut, au regard de cette distinction, se retrouver à devoir affronter, en cas de mauvaise perspective, trois dégradations successives<sup>211</sup>, selon des délais et des effets d'annonces variables entre chacune de ces dernières, ce qui tend à rendre cette différenciation plus procyclique que bénéfique, et ce, surtout quand il est considéré le caractère oligopolistique et ultra-dominant des trois structures sur le marché de la notation. D'autre part, le caractère variable lié à la typologie employée par chaque agence renforce l'idée d'une certaine opacité sur la méthode de notation utilisée. Cette idée s'illustre parfaitement à travers les propos tenus par Carol SIROU affirmait que l'échelle de notation Standard & Poor's *«comprend vingt points différents de probabilité de défaut dans le futur. Si nous étions une agence parfaite, dans l'idéal nous devrions n'en avoir que deux : va faire défaut ou ne va pas faire défaut. Malheureusement, ne pouvant avoir une opinion certaine sur le futur, nous travaillons sur une échelle de probabilités. »*. Cette affirmation, peut être analysée sous deux angles. Le premier, considérant que cette grille de notation reflète les divers degrés d'incertitude d'une agence de notation sur la probabilité d'un défaut futur d'un sous-jacent. Le second, la mesure que prend une agence pour estimer un phénomène de défaut qui reste résolument trop incertain pour être exprimé avec certitude. Quoiqu'il en soit, il découle de ces différentes échelles un indiscutable facteur d'instabilité et c'est ce facteur que le parlementaire français a tenté de mettre en exergue à travers son questionnement sur une éventuelle uniformisation, pour ne pas dire

---

<sup>209</sup> Rapport n° 703 (2009-2010) de M. Philippe MARINI, fait au nom de la commission des finances dans le cadre du Projet de loi de régulation bancaire et financière, déposé le 14 septembre 2010

<sup>210</sup> Ibidem, Intervention de F.DREVON, Senior Managing Director de Moody's Europe, lors de son audition sur la question de la pluralité des échelles de notation utilisée.

<sup>211</sup> Alec PHILLIPS & Andrew TILTON "US Daily: Potential Consequences of a Downgrade of the US Sovereign Rating" Goldman Sachs Research, July 28<sup>th</sup>, 2011. Dans cette étude, la Banque d'investissement analyse les différents scénarios liés à une dégradation de la dette souveraine américaine de la part des trois agences et ce qu'impliqueraient trois annonces successives sur le comportement des investisseurs.

standardisation<sup>212</sup>, des échelles de notation. Effectivement, ces échelles sur lesquelles les agences basent leur notation sont aussi variables que le nombre de structure de *rating*.

**62.** A des fins de démonstration, il peut être pris l'exemple de la notation des titres obligataires au centre de la crise récente des dettes souveraines. Pour Moody's, il va s'agir de neuf catégories<sup>213</sup> qui vont regrouper vingt et une notes, allant de « Aaa », pour les obligations de meilleure qualité ne présentant qu'un risque de crédit minime, en passant par « Baa1 » représentant les obligations jugées comme comportant des risques de crédit dignes de la catégorie spéculative et soumis à un risque de crédit important, jusqu'à la note « C » qui correspond à la catégorie et la note pour les obligations les plus marginales généralement en situation de défaut. Concernant Standard and Poor's<sup>214</sup> et Fitch<sup>215</sup>, se situant sur une échelle de notation<sup>216</sup> plutôt semblable, il existe trois grandes catégories, à savoir, *investment grade* (catégorie d'investissement), *speculative grade* (catégorie spéculative) et *in default* (défaut de paiement). Ces catégories, vont regrouper en leur sein vingt-trois notes allant du fameux « AAA », pour les obligations d'une qualité exceptionnelle, à « D » représentant une situation de défaut de paiement sur l'ensemble des titres émis, en passant par « BB », indiquant une possibilité d'apparition d'un risque significatif de crédit. Dans le cas de ces deux structures, cette grille de notation, en dehors de l'excellent triple A, va s'aiguiser à l'aide des symboles mathématiques + ou – qui indiqueront si le sous-jacent noté se trouve sur la tranche haute ou la tranche basse de la catégorie dans laquelle il se trouve. Pour Moody's, en dehors du triple A (Aaa), ces symboles mathématiques seront remplacés par les chiffres 1, 2 ou 3 qui reflèteront, là encore, les entités notées figurant sur la partie haute ou basse de la catégorie où elles se trouvent.

**63.** Ce système de notation représente, déjà, à ce stade une véritable création de norme sans véritable standard méthodologique de notation au travers duquel les régulateurs et les investisseurs se sont déresponsabilisés et qui très vite a démontré ses faiblesses. En effet, quelle que soit la modalité de notation utilisée, un bon *rating* est d'une importance cruciale pour

---

<sup>212</sup> U.S. Securities and Exchange Commission Report to Congress: “*Credit Rating Standardization Study*” as Required by Section 939 (h) of the Dodd-Franck Wall Street Reform and Consumer Protection Act. September 2012. Ce rapport réalisé par le gendarme américain de la bourse visait à envisager la standardisation

<sup>213</sup> Echelle globale de notation de Moody's « Moody's Rating Symbol & Definitions », Moody's Investors Services, June 2009.

<sup>214</sup> Standard & Poor's Ratings Definitions (20 Novembre 2014), disponible sur le site internet institutionnel de SP: [https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1019442&SctArtId=147045&from=CM&nsl\\_code=LIME](https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1019442&SctArtId=147045&from=CM&nsl_code=LIME)

<sup>215</sup> Fitch Ratings – Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion – December 2014

<sup>216</sup> Voir échelle globale de notation de Standard & Poor's et Fitch (voir supra).

l'entité notée. En d'autres termes, plus la note sera bonne, plus l'emprunteur qui cherchera un financement par les marchés trouvera des fonds à faible taux d'intérêts. A contrario, si la notation est mauvaise l'emprunteur ne trouvera que des fonds auxquels sont indexés de très fort taux d'intérêts. C'est en l'espèce, ce qu'illustre parfaitement le cas des Etats-Unis. Cet Etat est confronté pour la première fois de son histoire à une crise de la dette souveraine qui a eu pour conséquence la dégradation de sa note, notamment par l'agence Standard and Poor's, sur l'émission de titres obligataires et sur un éventuel défaut de remboursement<sup>217</sup>. Bien que les Etats-Unis conservent une note tout à fait viable, à savoir « AA+ » l'impact de cette dégradation est bien plus important qu'un simple abaissement d'une note sur une dette souveraine. C'est tout un système capitaliste et libéral qui se retrouve sanctionné, avec un effet domino des plus critique, comme peut l'attester l'effet indiscutable de cette dégradation, entre autres, sur la zone euro et les marchés asiatiques. Par ailleurs, la différence des échelles de notations entre les agences de notation sur une même dette pose problème et a plusieurs fois fait l'objet d'interrogations de la part des législateurs<sup>218</sup>. Cela étant plus flagrant, notamment au regard des notations attribuées par les dernières agences de notation arrivées sur le marché, qui n'ont pas encore été acquises par le « Big Three », à l'instar de la chinoise Dagong qui n'hésite pas à se montrer comme la plus sévère des agences, notant d'un simple « A » les Etats-Unis qui étaient alors notés « AAA ». <sup>219</sup> Ce qui renforce encore l'idée d'une grille de notation standard.

**64.** Aussi, l'émission d'une note au moyen de cette échelle peut représenter deux types de notation, outre la distinction entre la notation sollicitée et non sollicitée déjà analysée. En effet, dans un premier cas, il peut s'agir de la notation d'un sous-jacent d'un actif titrisé<sup>220</sup>, sans pour autant noter l'émission de titre en soi, qui visera à informer l'investisseur sur la solidité financière de ce dernier ainsi que son éventuel risque de défaut. De même un véhicule de titrisation sera noté de la même façon afin de juger de sa qualité vis-à-vis des titres qu'il émettra.

---

<sup>217</sup> AFP, « *Les Etats-Unis sanctionnés, la zone euro engluée dans la crise de la dette* ». Le 7 Août 2011.

<sup>218</sup> Commission des Finances du Senat, Audition des représentants des agences de notations, Le 9 Juin 2010.

<sup>219</sup> Harold THIBAUT, « *Avec l'agence de notation Dagong, Pékin veut diffuser sa vision financière du monde* » ; Le Monde, Le 4 Août 2011.

<sup>220</sup> La titrisation est une technique financière de réorganisation des actifs, souvent peu liquides à l'exemple d'un prêt ou d'une créance, d'une entité, qu'elle soit une personne publique ou privée, visant à transformer « titriser » ces derniers en titres financiers qui seront négociés, notamment, sur les marchés réglementés. Lesdits actifs seront cédés par l'entité cedante à un véhicule *ad hoc*, souvent un fond commun créé par le secteur Banque Assurance ou à travers des fonds de capital investissement, qui sera émetteur dudit titre. Cette technique a pour intérêt principal pour le cedant de se procurer de la trésorerie et/ou de gérer son bilan comptable. En France cette technique a été introduite, sous l'impulsion de la politique du gouvernement de Pierre BEREGOVY, par la loi du 23 décembre 1988 et a été modernisée par l'ordonnance du 13 juin 2008. Voir sur ce sujet Jean-Michel BEACCO et Benoît HUBAUD « *Titrisation – Maillon Clé du financement de l'économie* » coédité par RB Edition et Eyrolles, le 14 mars 2013. Mais aussi, Omar BIROUK et Laetitia CASSAN « *La titrisation en France* » Bulletin de la Banque de France, N° 190, 4 e trimestre 2012.

D'autre part, plus la notation du véhicule sera bonne, plus le taux attaché au financement de l'entité cédante sera intéressant. Cette dernière pourra alors modifier, favorablement, son bilan comptable en conséquence. Cette note sera qualifiée de « *note de référence*<sup>221</sup> ». Dans le second cas, la notation portera sur une émission de titres en particulier, et sera donc une estimation qualitative dudit titre vis-à-vis de la notion de réalisation du risque de défaut. Ce mécanisme de notation, qui entretient un lien presque intime avec la notion de titrisation, peut s'expliquer, dans le cadre de l'émission d'un titre de créance du secteur privé, à travers le cas d'espèce suivant.

**65.** Le 1<sup>er</sup> avril 2003, la société d'investissement Berkshire Hathaway acquit la société de fabrication et de vente de mobil-homes dénommée Clayton Homes. Il convient de rappeler, que les années 2000<sup>222</sup> jusqu'à la crise des *Subprimes* amorcée fin 2007 étaient des années de taux d'intérêts très bas qui donnèrent la part belle au financement hypothécaire. Alors désireux de proposer leurs services au plus grand nombre d'emprunteur<sup>223</sup>, les prêteurs sollicitèrent de plus en plus les emprunteurs potentiellement les plus à risques via, notamment, des financements indirects proposés par les grandes surfaces, des agences de voyages, ainsi que, *inter alia*, des fabricants de mobil-homes. Dans ce cadre de véritable marché de la grande distribution du crédit, Clayton Homes utilisait l'argent prêté par les banques afin de prêter<sup>224</sup> ce même argent aux acheteurs de ses mobiles homes. En théorie, ce *modus operandi* fonctionnait car si Clayton consentait des prêts à des emprunteurs peu ou pas solvables, il risquait de ne pas recouvrer sa créance. C'est alors que Clayton, à l'instar de la majorité de ces diffuseurs de prêts à grande échelle, décida de titriser ses créances, transférant par ce biais le risque de ne pas se voir rembourser. Faisant ainsi peser ce risque sur l'investisseur du titre appartenant, dans ce cas particulier, à la classe des CDO (Collateralized Debt Obligation) résultant de l'opération de titrisation ou en anglais de « *Securitization* ». Dans le cadre de l'éligibilité à la négociation dudit

---

<sup>221</sup>Rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation (Notation crédit des entreprises), p.19, 17 janvier 2008

<sup>222</sup>Période de la bulle immobilière américaine, voir sur ce sujet le discours de Nouriel ROUBINI devant le Fonds Monétaire International du 17 septembre 2007. Transcript of IMF Seminar: The Risk of a U.S. Hard Landing and Implications for the Global Economy and Financial Markets - Thursday, September 13, 2007 - Washington, D.C-IMF Media

<sup>223</sup> Dans une période de taux bas, et ce, dans une optique de croissance, les prêteurs doivent soit consentir des encours sur des grands montants (plus compliqué, il faut trouver les clients ayant une telle capacité de financement), soit, prêter au plus grand nombre d'emprunteurs/consommateurs des encours plus modestes, mais qui rapporteront sur la quantité d'encours consentis plutôt que sur la qualité de ces derniers. Selon les chiffres publiés par la Réserve Fédérale Américaine, en 2001, le taux directeur a été révisé plus de 11 fois, passant de 6% au 3 janvier 2001 pour descendre à 1.75% le 11 décembre de la même année, puis 1.25% le 6 novembre 2002. Cette politique visant à faciliter l'accès à la propriété et à la consommation, pouvant être qualifiée de véritable dumping social, est l'origine de l'éclatement de la bulle immobilière américaine (2006) qui va entraîner fin 2007, la crise des Subprimes.

<sup>224</sup> Notamment, à travers sa filiale VANDERBILT Mortgage & Finance

titre, l'émetteur va devoir obtenir<sup>225</sup> d'une NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) une notation. Cette notation sera demandée et rémunérée par l'émetteur. Dans le cas des CDO rattachés aux prêts titrisés de Clayton, Moody's attribuait en 2002 la note Aaa ce qui est révélateur d'un titre d'une excellente qualité. Il sera observé, plus loin, que la confrontation de cette notation à la réalité économique du sous-jacent, lui-même confronté à une hausse brutale des taux, n'est pas révélatrice de cette même qualité<sup>226</sup>. Berkshire Hathaway conservera néanmoins cette société dans son portefeuille actionnarial.

**66.** Ces attributions de notes réalisées sur la base de données statistiques et d'informations financières et comptables ne semblent donc pas être le fruit d'une méthodologie fiable, en ce que le résultat varie sensiblement selon les agences, ce qui est un grand facteur d'instabilité sur le marché. De ce fait, il est dommageable que la piste ouverte par le Sénateur MARINI n'est pas plus sérieusement été exploitée. Au même titre, il est regrettable que la Securities and Exchange Commission (SEC) ait tout bonnement enterré ce débat sur la standardisation des échelles de notation indiquant dans son rapport<sup>227</sup> que « *les NRSRO et autres participants du marché* » ayant « *exprimé de graves préoccupations quant à la faisabilité et l'opportunité de la standardisation qui fait l'objet de cette étude [...] la Commission ne prend aucune mesure supplémentaire pour la mise en place d'une standardisation de la typologie et du lexique attaché à la notation* ». D'autre part, selon une étude réalisée par l'économiste Belge Patrick VAN ROY<sup>228</sup>, il existerait un écart significatif entre une note sollicitée et non sollicitée. En outre, une note qui serait sollicitée, rémunérée par l'entité demanderesse, bénéficierait d'une meilleure note qu'une entité notée sans sollicitation émanant de sa part. Ces écarts sont d'autant plus révélateurs d'insuffisances s'ils sont mis en parallèle de ce qui est qualifié de « High Speed Rating ».

---

<sup>225</sup> Voir l'analyse faite au Titre II Chapitre I: L'adoubement des agences par les pouvoirs publics et privés

<sup>226</sup> Alice SCHROEDER, « *L'effet boule de neige* » Biographie Officielle de Warren BUFFETT, p. 824 & 825. Valor éditions. 2010 Dans cet ouvrage, celui qui est appelé L'Oracle d'Omaha, qui est entre autres propriétaire du Conglomerat Berkshire Hathaway et important actionnaire de Moody's, Propriétaire du Conglomerat Berkshire Hathaway, décrit fortement la notation de ce genre de produit à travers une grille de notation qui demeure trop variable au regard de ce qui devrait être une solution Binaire (emprunteur solvable / non solvable).

<sup>227</sup> Securities and Exchange Commission "Report to Congress: Credit Rating Standardization Study" Conclusion p. 45. September 2012

<sup>228</sup> Patrick VAN ROY, « *Credit ratings and the standardised approach to credit risk in Basel II* »; European Central Bank, 2007.

## **§ 2) Le « High Speed Rating » : révélateur d'insuffisance**

67. Dans son rapport sur Wall Street et la Crise Financière, publié en Avril 2011, la Commission Levin-Coburn soulignait, en plus de l'opacité des méthodologies utilisées par les agences de notation, le caractère inadéquat des moyens humains employés par ces structures pour assurer leur activité de rating. Ainsi, « *ni Moody's ni Standard & Poor's n'ont recrutés le personnel suffisant et consacré les ressources nécessaires pour assurer le processus initial de notation ainsi que la surveillance des notations déjà émises*<sup>229</sup> » leurs stratégies reposant, de plus en plus, sur des modèles insuffisants et qui laissent cours à une probabilité croissante d'erreur à l'image de ce qui a pu être constaté lors de la dégradation erronée de la note de la France par Standard & Poor's<sup>230</sup>. Au lieu de cela, ces deux structures auraient imposé à leurs ressources humaines de multiplier le volume des nouvelles évaluations tout en maîtrisant la partie concernant la surveillance des notations, et ce, avec des moyens de plus en plus limités. Cette politique qualifiée de « *High Speed Rating*<sup>231</sup> » par le Sénat américain a, quand elle se rattache à la méthodologie controversée de ces structures, conduit à des comportements qui peuvent être lourds de conséquences, notamment, pour le marché et, surtout, pour les parties engagées dans ce dernier.

68. La conceptualisation d'un « *High Speed Rating* » est une analogie à la notion de « *High Frequency Trading* » (HFT) ou « *Trading Haute Fréquence* » qui est une structure algorithmique de trading, entièrement automatisée, reposant sur des modèles mathématiques, très précis et sophistiqués, d'où résulte une prise de décision, à très grande vitesse, conduisant à l'exécution d'un comportement de marché au regard d'un investissement. La vitesse de cette prise de décision ainsi que l'exécution de cette dernière demeurent les éléments capitaux dans cette structure de trading qui se traduira, soit, par la transmission d'un ou plusieurs ordres d'achat/vente, soit, par une abstention vis-à-vis du sous-jacent. « *C'est en multipliant de très nombreuses fois et très rapidement de petites transactions qu'une stratégie de FHT parvient à dégager des résultats financiers conséquents. Les ordres de prise de positions sont transmis,*

---

<sup>229</sup> US Senate Permanent Subcommittee on Investigations / Committee on Homeland Security and Governmental Affairs “*Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*” p.304 April 13<sup>th</sup>, 2011.

<sup>230</sup> AMF, Communiqué de presse “l'Autorité des marchés financiers ouvre une enquête à la suite de la diffusion d'une information erronée par Standard & Poor's”, le 10 novembre 2011.

<sup>231</sup> US Senate Permanent Subcommittee on Investigations / Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, Ibidem.

reçus et exécutés dans un laps de temps de l'ordre de quelques microsecondes.»<sup>232</sup> Théoriquement, le risque lié à la prise de position sur l'actif sous-jacent est très faible du fait que dans le cadre de ce genre d'opération ledit sous-jacent est détenu uniquement pendant quelques secondes. Toutefois, ce type de trading a été mis en cause à plusieurs reprises par les observateurs de marché ainsi que les régulateurs<sup>233</sup>, et ce, plus particulièrement depuis la survenance d'un brutal événement financier qui été qualifié de « *Flash Crash* ». Cet événement survenu le 6 mai 2010, alors que le monde financier se trouvait dans un climat des plus délétères en raison, notamment, de la crise des dettes souveraines, l'indice américain Dow Jones s'est brusquement écroulé perdant, à 14 heures 47, plus de 600 points. Cela ayant pour conséquence, par exemple, de faire chuter, en moins de 5 minutes, des valeurs cotées USD 40 à 1 cent. Selon la Securities & Exchange Commission et la Commodity Futures Trading Commission<sup>234</sup>, le *trading* haute fréquence<sup>235</sup> est clairement l'un des responsables d'une crise de liquidité dans un marché d'échange (E-Mini et S&P 500) plus étroit, *futures*, conduisant à des brutales répercussions sur le marché action Dow Jones, réputé plus liquide. Malgré les sévères critiques qui lui ont été adressées, ce type de trading n'a pourtant pas été interdit, que cela soit, par le régulateur américain, qui juge que le « *Flash Crash* » doit avant tout être analysé comme une crise de liquidité<sup>236</sup>, ou par le législateur européen<sup>237</sup>, qui le place néanmoins sous une surveillance particulière.

**69.** C'est donc dans cette analogie avec le « *High Frequency Trading* » que le « *High Speed Rating* » présente, avec les spécificités de son secteur d'activité, les limites d'un modèle, en termes de ressources humaines, qui peut soulever les mêmes incompréhensions et critiques que le premier phénomène qui avait été analysé par le régulateur américain en 2010, soit un an avant que le rapport Levin-Coburn ne soit rendu, à savoir, en avril 2011.

---

<sup>232</sup> Julien AIDAN, Frédéric BARNECHE & Gaëlle LACOSTE “ *Le trading haute fréquence sous haute surveillance*”, *Marché financiers, Revue Banque* n°750, 26 juin 2012

<sup>233</sup> Voir Julien RAVISE, Frédéric BARNECHE & Joseph el GHARIB, CSC, « *Réforme de la MIF : le trading haute fréquence brouille les cartes* », *Revue Banque* n°735 avril 2011.

<sup>234</sup> U.S. Commodity Futures Trading Commission and the U.S. Securities and Exchange Commission. “FINDINGS REGARDING THE MARKET EVENTS OF MAY 6, 2010”, I.3. Automated Execution of a Large Sell Order in the E-Mini. P.13, September 30, 2010.

<sup>235</sup> Voir sur ce sujet Michael LEWIS, “ *Flash Boys: A Wall Street Revolt*”, W.W.Norton et Company, March 31<sup>st</sup>, 2014. qui traite du HFT et de la question des Dark Pools. L'auteur pose l'inévitable question, à savoir s'il faut uniquement réglementer ou tout bonnement supprimer les le HFT. Cela à travers deux parcours professionnels, celui d'un informaticien algorithmique et d'un trader qui vont être à l'origine du marché alternatif « *dark pools* » iEX traitant un volume de transactions supérieur à USD 119 millions de dollars (oct 2014).

<sup>236</sup> U.S. Commodity Futures Trading Commission and the U.S. Securities and Exchange Commission. “FINDINGS REGARDING THE MARKET EVENTS OF MAY 6, 2010”, II.MARKET PARTICIPANTS AND THE WIDRAWAL OF LIQUIDITY, September 30, 2010.

<sup>237</sup> “*Directive abus de marché: le trading haute fréquence mis sous coupe réglée*” *Revue Banque* n°741 – novembre 2011, le 25 octobre 2011.

70. Ainsi, pour reprendre l'exemple de Clayton Homes et plus particulièrement de sa société Holding, les agences de notation par «*manque de temps*<sup>238</sup> », afin d'optimiser le ratio temps / rating, ont refusé de prendre en compte de la documentation pourtant cruciale pour l'émission d'une note sur un titre issu de prêts hypothécaires commercialisés par la société de Mobile Home. En effet, c'est lors de son l'audition par la Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC), le 2 septembre 2010, que l'ancien président de Clayton, Keith JOHNSON, a affirmé<sup>239</sup> avoir demandé pendant la première semaine de juillet 2007, alors que Standard & Poor's évaluait alors près de mille cinq cent titres adossés à des crédits hypothécaires (MBS/RMBS), aux trois principales agences de notation si elles souhaitaient consulter les résultats des évaluations et enquêtes de solvabilités menées et constituées par sa société, cela, dans sa procédure d'octroi de prêts hypothécaires. Selon ces mêmes déclarations, les trois entités refusèrent la consultation de ces données, pourtant très importantes pour juger de la qualité des créances de Clayton qui formaient ici le sous-jacent des titres notés, prétextant que le temps imparti pour la notation demandée ne permettait pas une telle consultation. Pour reprendre l'expression consacrée par la Mission Commune d'Information, du Sénat Français, ce cas démontre «*là encore les zones d'ombre des moyens mobilisés par les agences de notation*<sup>240</sup>». C'est d'ailleurs dans ce rapport de la MCI qu'il peut être constaté que malgré un contrôle de l'ESMA sur les moyens engagés pour la notation «*la gestion des ressources humaines reste le parent pauvre des contrôles réalisés, comme en témoigne le caractère difficilement comparable des données présentées par les agences au moment de leur demande d'enregistrement auprès des autorités européennes* ». C'est ainsi qu'en 2007, dans un courriel interne<sup>241</sup> de l'agence de notation Moody's il peut être constaté que 26 analystes, en charge de la surveillance, étaient responsables du suivi de la notation de 13 000 obligations adossées à des actifs (Collateralized Debt Obligations). Les comportements révélateurs évoqués à travers le cas de Clayton Homes s'expliquent parfaitement au regard du nombre de dossiers suivis par une quantité si minime d'analystes.

---

<sup>238</sup> Phil ANGELIDES & Bill THOMAS "The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United State" p.165, Official Government Edition. February 25<sup>th</sup>, 2011.

<sup>239</sup> Ibidem, p. 166.

<sup>240</sup> Rapport d'information n°598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI agences de notation présenté le 18 juin 2013.

<sup>241</sup> 7/9/2007 email to Yuri YOSHIZAWA, "FW: CDO Surveillance note 7\_071.doc PSI MOODYS-RFN-000022, courriel divulgué par US Senate Permanent Subcommittee on Investigations / Committee on Homeland Security and Governmental Affairs "Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse" p.307 April 13<sup>th</sup>, 2011.

71. De ce fait, la pertinence, l'intégrité d'une notation ainsi que le suivi de cette dernière peuvent être parfaitement remis en cause au regard de ces éléments particulièrement alarmants. Cela, surtout quand il est considéré que les régulateurs européens et américains n'ont pas souhaité encadrer jusqu'en 2009, notamment, à travers l'imposition d'un ratio de dossier par analyste, l'emploi de moyens adéquats à une évaluation plus sérieuse, de qualité, que celle qui serait issue du « High Speed Rating ». Selon la Fédération Bancaire Française<sup>242</sup>, la question de l'optimisation de la rentabilité des structures de notation a poussé ces dernières à multiplier les instruments et entreprises à noter par analyste ce qui aurait détérioré sensiblement la qualité de la notation.

72. C'est donc dans le but de pallier les défauts liées à l'encadrement des ressources humaines que les régulateurs ont prévu d'aborder ces questions à travers des mesures qui demeurent contestables quant à leur efficacité. Par exemple, le législateur européen va, par le biais de la Réglementation dite CRA I, prévoir désormais que « *Les agences de notation de crédit devraient affecter un nombre suffisant de salariés disposant de connaissances et d'une expérience appropriées à leurs activités de notation. En particulier, les agences de notation de crédit devraient veiller à consacrer un volume adéquat de ressources humaines et financières à l'émission, au suivi et à l'actualisation des notations de crédit*<sup>243</sup> ». Toutefois, cette réglementation reste muette sur, d'une part, ce qu'elle considère comme « *un volume adéquat de ressources humaines* » et, d'autre part, ce qu'elle apprécie comme étant « *l'actualisation des notations* », la seule mise « *sous-surveillance négative* » d'une notation n'est pas, en soi, l'actualisation d'une note mais uniquement un indicateur sur son éventuelle actualisation future. Cependant, rien que cette mise « *sous-surveillance négative* » peut avoir des effets des plus dépréciatifs sur le marché<sup>244</sup>. Cette réglementation prévoit, en outre, dans son annexe II, que parmi les informations requises dans le cadre de sa demande d'enregistrement, une agence de notation doit indiquer l'« *effectif de l'agence de notation de crédit et leur expertise* », cela sans pour autant indiquer quelque seuil limitatif pour l'exercice d'une activité de notation. Aussi, il

---

<sup>242</sup> Audition devant le Sénat le 30 mai 2012.

<sup>243</sup> RÈGLEMENT (CE) No 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, paragraphe 31, 4/203L, J.O.U.E. 17 novembre 2009. Il est précisé dans l'Annexe I A 8 dudit Règlement prévoit tout aussi vastement que « *Toute agence de notation de crédit utilise des systèmes, des ressources et des procédures appropriés pour garantir la continuité et la régularité de ses activités de notation de crédit* ». Cela, sans préciser les modalités de ce qui doit être considéré comme étant les ressources appropriés pour garantir la continuité et la régularité des activités de notation.

<sup>244</sup> Voir sur le marché action les travaux de E. IANKOVA, F. POCHON & J. TEILETCH « *L'impact des décisions des agences de notation sur le prix des actions françaises: une comparaison du cas français avec le cas européen et américain* », Economie et Prévision n°188 2009/2.

peut être regretté que ni le Règlement dit « CRA II<sup>245</sup> » ni le Règlement dit « CRA III<sup>246</sup> » ne soient venus préciser, notamment, les modalités d'application du premier règlement relatif à l'évasif « *volume adéquat de ressources humaines* ». Bien au contraire, ces derniers auraient, de la plume même d'un des rapporteurs desdits textes, connu un certain échec<sup>247</sup> quant à leur application au regard d'un manque manifeste de pragmatisme de ces derniers.<sup>248</sup> C'est, en outre, ce genre de « médecine réglementaire et législative d'urgence », qui peut s'avérer, par la confusion qu'elle produit, plus procyclique que bénéfique, que Joseph STIGLITZ qualifie de « *Transfusion sanguine massive à un patient mourant d'hémorragie interne*<sup>249</sup> ».

**73.** Ces dispositifs démontrent donc bien, et ce, malgré l'évolution réglementaire internationale, la persistante appréhension complexe des moyens de notation ainsi que la constance de l'opacité processuelle se rattachant au processus de formation de la note qui, lui, revêt plus que jamais un caractère normatif. D'autre part loin de s'affranchir de l'influence des agences de notation, le législateur n'a, manifestement, cessé que d'insérer ces dernières dans les nouvelles législations et réglementations. Selon le Professeur D. SCHMIDT, loin de traiter le problème juridique, ce genre de méthode conduirait inévitablement à « *mettre en place des textes, de plus en plus précis, de plus en plus complets, de plus en plus longs, de plus en plus incompréhensibles*<sup>250</sup> », comme il a pu être constaté avec la réglementation CRA I et la création du calendrier de publication des notations souveraines. Mais encore, les rouages de ce qui peut être qualifié de pouvoir privé économique de notation apparaîtront de plus en plus troubles au regard de la crédibilité équivoque des agences de notation.

---

<sup>245</sup> RÈGLEMENT (UE) No 513/2011 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) no 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, J.O.U.E., le 31 mai 2011

<sup>246</sup> RÈGLEMENTS RÈGLEMENT (UE) No 462/2013 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) no 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>247</sup> Jean-Paul GAUZES, « CRA 3: un texte encore très discuté au Parlement » Revue Banque n°749, le 29 mai 2012, « CRA 3 n'a pas été conçu à cause de l'échec des 1 et 2. Il traite des problématiques nouvelles, et parmi elles de la question des dettes souveraines. En outre, CRA 1 et 2 ne sont pas totalement appliqués à ce jour » Le parlementaire reconnaît à travers ces déclarations l'aveu d'un échec partiel fà travers une application limitée des réglementations au regard notamment d'un manque de réalisme de ces dernières qui demeurent trop théoriques.

<sup>248</sup> Voir sur la question des ressources humaines appliqués aux agences de notation dans la réglementation européenne l'ouvrage de Raquel GARCIA ALCUBILLA & Javier RUIZ EL POZO « *Credit rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation* » 3.8.2.2 Human Resources, p.148, Oxford University Press, 2012.

<sup>249</sup> Joseph STIGLITZ « *Freefall: America, Free Market & the Sinking of the world economy* », p.30, W.W. Norton & Company, New York 2010

<sup>250</sup> Dominique SCHMIDT, « *La Transparence* », Colloque de Deauville du 19 et 20 juin 1993, publié par l'Association Droit et Commerce, Revue de jurisprudence commerciale, numéro spécial, p. 170, 1993

## Chapitre II :

# La crédibilité équivoque des agences de notation

« Dans le contexte du marché, il n'y a pas de conflit d'intérêts ». Lloyd BLANKFEIN, 28 avril 2010  
« Le titre serait structuré par une vache qu'on lui donnerait sa note » Analyste Anonyme, S&P, 2007

---

74. Le Krach boursier des années 2001-2002<sup>251</sup> avait permis de mettre la lumière sur les conflits d'intérêt<sup>252</sup> qui liaient, notamment, plusieurs des plus grandes entreprises au monde en terme de capitalisation boursière, à l'instar de Enron, Worldcom, Qwest, Vivendi Universal, à certains grands cabinets d'audit, à l'exemple du cabinet d'audit et de commissariat au compte d'Arthur ANDERSEN, et à de nombreux analyses financiers des plus grandes Banques des diverses places financières mondiales. L'administration américaine à travers la Securities and Exchange Commission avait, alors, vigoureusement sanctionné ces pratiques. La réaction américaine s'était exprimée, d'une part, par de très lourdes amendes prononcées<sup>253</sup> par la SEC, grâce, notamment, à l'enquête du Procureur général de l'Etat de New York Elliot SPITZER, et, d'autre part, via l'adoption du Sarbanes Oxley Act<sup>254</sup> qui impose, *inter alia*, au gendarme de la bourse américain, la SEC, de prévenir et de réguler, par de nouvelles règles et procédures

---

<sup>251</sup> Voir, notamment, sur ce sujet Marie-Anne FRISON ROCHE, ouvrage collectif *“les leçons d'Enron : Capitalisme, la Déchirure”*, Ed. Autrement, p.163 le 2 janvier 2003. Dans cette ouvrage l'auteur décrit, notamment, l'instinct de survie qui émane de l'administration américaine au moment de ces scandales. C'est cet instinct qui a motivé une réaction aussi rapide du régulateur d'outre-Atlantique.

<sup>252</sup> Voir Annabelle GAUBERTI & Jean-Guillaume D'HEROUVILLE, *“Faut-il légiférer sur l'activité des analystes financiers”* Banque Magazine, n°648, p.43-44, Juin 2003.

<sup>253</sup> SEC, *“Historic Settlement Requires Payments of Penalties of \$487.5 Million, Disgorgement of \$387.5 Million, Payments of \$432.5 Million to Fund Independent Research, and Payments of \$80 Million to Fund Investor Education and Mandates Sweeping Structural Reforms”* Press Release 2003-54, April 28, 2003. Bien qu'il s'agisse dans les faits d'un protocole transactionnel, ce dernier a été négocié avec la reconnaissance de culpabilité des dix Banques dont les analyses financières ont été biaisées par l'existence de conflits d'intérêts entre ces dernières de bons nombres d'émetteurs de titres parmi lesquels figuraient les entreprises susnommées. Ce qui en outre correspond à une amende prononcée à titre de sanction. Il s'agit de la plus haute amende imposée à ce jour au secteur bancaire.

<sup>254</sup> Loi visant à protéger les investisseurs en améliorant l'exactitude et la fiabilité des publications des entreprises conformément aux lois sur les valeurs mobilières, ainsi qu'à d'autres fins apparentées, dite loi Sarbanes-Oxley, Public Law 107-204, promulguée par le Président Georges Walker BUSH le 30 juillet 2002.

laissées à sa discrétion, les éventuels conflits d'intérêts des parties prenantes de l'information financière sur les marchés de capitaux. A la suite de cette crise, la question des agences de notation sera abordée et le législateur américain placera ces entités sous surveillance en prévoyant l'émission d'un rapport sur cette activité<sup>255</sup> au regard du rôle « *capital* » de ces dernières dans les opérations de marché. Toutefois, dans son premier rapport, la SEC pointera mollement « *des éventuels conflits d'intérêts qui pourraient éventuellement intervenir dans le cadre d'un modèle de rémunération d'émetteur-payeur* »<sup>256</sup> sans pour autant que cela n'entame la crédibilité et l'importance du rôle des agences pour l'économie américaine.

**75.** En France, il peut être considéré une reprise, voir une véritable transposition, d'un bon nombre des dispositions prévues par la Loi américaine Sarbanes-Oxley à travers la Loi de Sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003<sup>257</sup> qui, entre autres, attribuait à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) la compétence sur les agences de notation<sup>258</sup> et conférait à cette autorité l'émission d'un rapport annuel sur ce secteur. C'est d'ailleurs dans son premier rapport sur les agences de notation, publié en 2004, que l'AMF considérait comme « *trop subjectifs* » certains aspects de la notation<sup>259</sup>. Le gendarme français de la bourse ira jusqu'à faire peser certains soupçons de conflits d'intérêts sur ces structures, sans pour autant être catégorique sur cette question ni même prévoir des mesures pouvant prévenir ce type de comportement. Ces soupçons vont se vérifier trop tardivement par la crise des subprimes (2007-2011) et des dettes souveraines (2010 -). C'est d'ailleurs dans le cadre de ces dernières que bon nombre de régulateurs et de législateurs vont vouloir faire lever le voile sur ces dérives ainsi que de sanctionner un ensemble de comportements dévoyés de la part, notamment, de ces structures de notations et des autres parties mises en cause dans ces scandales financiers. Une image très révélatrice des débats qui ont portés et motivés l'adoption d'un certain nombre de textes visant à encadrer la notion de conflit d'intérêt, reste celle de l'audition du *Chief Executive Officer* de la Banque d'investissement américaine Goldman Sachs, par la Commission sénatoriale

---

<sup>255</sup> American Congress, 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002

<sup>256</sup> SEC, Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, January 2003

<sup>257</sup> LOI n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière, *JQ* n° 177 du 2 août 2003 (n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003).

<sup>258</sup> AMF, Rapport 2004 sur les Agences de notation, p.4 Le présent rapport s'inscrit dans le cadre de la Loi de Sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003 qui a confié à l'AMF la charge de "*publier chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers*" (article L 544-4 du code monétaire et financier).

<sup>259</sup> Ibidem,

« Levin-Coburn », dans laquelle ce dernier affirmait avec un aplomb des plus déroutant que « *Dans le contexte des marchés, il n'y a pas de conflit. Chacun choisit le risque qu'il prend.* <sup>260</sup> ».

**76.** En effet, c'est à travers ces scandales que les agences de notation vont voir leur crédibilité remise en cause au regard d'un certain caractère asymétrique, voir équivoque, de ces structures vis-à-vis du marché et des investisseurs en raison, d'une part, de la pluralité des intérêts de ces structures (Section I) ainsi qu'à travers la structuration diversifiée des activités de ces dernières (Section II) qui dans les faits ne se limitent pas à une activité de notation.

---

<sup>260</sup> PERMANENT SUBCOMMITTEE ON INVESTIGATIONS, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. Cette Commission active entre 2008 et 2011 a été activement présidée par Carl LEVIN, Sénateur (D-Mich.). GS Executives Audition April 27, 2010.

---

## Section I: La pluralité des intérêts des agences de notation

---

77. A la suite des premières apparitions de soupçons de conflits d'intérêt qui ont été rattachées aux structures dominantes de la notation, lors du Krach des années 2001-2002, l'Organisation Internationale des Comités de Valeurs Mobilières (OICV-IOSCO)<sup>261</sup> avait, dans le cadre de sa réflexion sur l'éventuelle influence négative de ces structures sur cette situation de crise, prévu dans son Code de bonne conduite, s'intitulant « *Eléments fondamentaux du code de bonne conduite des agences de notation* » publié en décembre 2004<sup>262</sup>, un certain nombre d'éléments d'autorégulation destinés à assurer la « *qualité de la notation*<sup>263</sup> » ainsi que « *l'intégrité du processus de notation*<sup>264</sup> » par le biais, notamment, de l'« *indépendance*<sup>265</sup> » des agences ainsi que la « *prévention des conflits d'intérêts*<sup>266</sup> ». A travers ces éléments était décrite par exemple la mise en place de procédures internes sensées garantir l'intégrité des agences de notation et de leurs analystes au regard, notamment, des émetteurs de titres et contreparties de marchés. Le Code de bonne conduite de l'OICV prévoyait par exemple que « *Les Agences de notation doivent adopter des procédures internes écrites et des mécanismes pour : 1) identifier, et 2) éliminer ou gérer et divulguer, le cas échéant, tout conflits d'intérêts*

---

<sup>261</sup> L'organisation internationale des commissions de valeurs a été fondée en 1974 et vise à établir des standards internationaux permettant, *inter alia*, une meilleure protection de l'investisseur tout en visant une meilleure efficacité des marchés. Cela sous couvert d'une coopération internationale entre les régulateurs de marchés ainsi qu'entre les divers marchés.

<sup>262</sup> L'intégralité du Code de bonne conduite des agences de notation par l'OICV-IOSCO, est disponible sur le site internet de l'Institution via ce lien : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>

<sup>263</sup> OICV - The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions "Code Of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies", A. Quality of the Rating Process, p.4, December 2004

<sup>264</sup> Ibidem, C. Integrity of the Rating Process, p.5

<sup>265</sup> Ibidem, 2. CRA Independence and avoidance of Conflicts of Interest, p.6

<sup>266</sup> Ibidem

*réels ou potentiels qui pourrait influencer l'opinion et l'évaluation d'un analyste ou de la structure dans le processus de notation.*<sup>267</sup>».

**78.** Outre le fait, qu'un code de bonne conduite ait une valeur juridique limitée de par son absence de force obligatoire<sup>268</sup>, de contrainte, il plairait, dans un tout autre registre, à PORTALIS<sup>269</sup> ainsi qu'au Président Pierre MAZEAUD<sup>270</sup>, de voir l'échec patent de ce qui peut être qualifié de « droit Mou ». Bien que certaines procédures prévues par ce code soient toujours en place, les récentes crises représentent un véritable camouflet pour l'OICV qui a pu voir son œuvre autorégulatrice, laquelle était destinée à protéger tant l'investisseur que le marché, au contact de la réalité des excès du marché. Ce revers se trouve matérialisé plus particulièrement par la crise des *subprimes* (2007-2010) et la crise des dettes souveraines (2010- ) qui ont démontré les faiblesses dudit Code. D'ailleurs, la Mission Commune d'information du Sénat soulignera dans son rapport, au sujet du Code de bonne conduite de l'OICV que «*ces règles non contraignantes n'ont jamais fait l'objet d'un contrôle effectif*<sup>271</sup> ». L'échec de cette autorégulation concernant, notamment, la prévention des conflits d'intérêts des agences de notation va se traduire à travers, d'une part, l'opacité d'un mode de rémunération (§1) dont les contrôles demeurent inefficaces, et d'autre part, en raison de l'insuffisante transparence de ce qui peut être qualifié de « High Turnover » (§2).

---

<sup>267</sup> Ibidem, p.9

<sup>268</sup> Voir Jean CARBONNIER «*Droit civil, Introduction*», PUF, Thémis, droit privé, 25<sup>e</sup> éd. 1997, p.22« la loi peut être définie comme toute règle de droit voulue par l'Etat sous la sanction et sous la contrainte, deux éléments rendent compte de sa force obligatoire : la volonté qui la fait naître et la contrainte qui s'attache à son exécution » ;

<sup>269</sup> Voir Jean-Etienne-Marie PORTALIS, « Discours préliminaire au premier projet de Code civil », « La loi permet, ordonne ou interdit », 1801.

<sup>270</sup> Pierre MAZEAUD, Cahiers du Conseil constitutionnel n° 18 - juillet 2005 Discours prononcé le 3 janvier 2005 à l'Elysée.

<sup>271</sup> Rapport d'information n°598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI agences de notation présenté le 18 juin 2013.

## **§1) L'opacité d'un mode de rémunération : l'inefficacité d'un contrôle**

79. Au centre des préoccupations de nombreux législateurs, dans le but d'endiguer le phénomène des conflits d'intérêts, à l'exemple de la Commission des finances du Sénat qui a insisté sur ce point lors de l'audition des représentants des agences de notation, le 9 juin 2010, le mode de rémunération de ces entités est l'objet de nombreuses contestations.<sup>272</sup> Aujourd'hui, la majeure partie de la rémunération des agences de notation est tirée des émetteurs de titres obligataires et produits structurés<sup>273</sup>; ce qui n'a pas toujours été le cas. En effet, au début de la notation, les agences basaient leurs chiffres d'affaires en grande partie sur la vente des publications qu'elles compilaient et revendaient aux investisseurs abonnés. C'était alors l'âge d'or de ces publications financières qui émergèrent à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et au début du XX<sup>e</sup> siècle avec l'« *American Railroad Journal* » (1867), du « *Poor's Manuals of the Railroads of the United States* » (1868), pour ce qui sera plus tard l'empire Standard & Poor's, et du « *Moody's Analyses of Railroad Investments* » (1909), pour Moody's Analysis. Ces publications représentaient une manne d'information financière d'où les analystes financiers ainsi que les meilleurs investisseurs se devaient d'extraire le substrat afin d'appliquer leur stratégie d'investissement sur le marché. De Benjamin GRAHAM, à travers son célèbre ouvrage « *The Intelligent Investor*<sup>274</sup>», à Sidney WEINBERG<sup>275</sup> et Warren BUFFETT. Ce dernier dans le cadre de sa recherche d'action décrira « *J'ai lu les Moody's Manuals page par page. Dix mille pages dans les Moody's Industrials, Transportation, Banks and Finance Manuals – deux fois j'étudiais chaque entreprise – même de manière très assidue pour*

---

<sup>272</sup> Projet de loi de régulation bancaire et financière, le 9 juin 2010 : <http://www.senat.fr/rap/109-703-1/109-703-183.html>.

<sup>273</sup> Moody's Annual Report 2014 Pursuant to Section 13 or 15(d) of the SEC Act 1934 United States Securities and Exchange Commission Form 10-K. February 25<sup>th</sup>, 2015; En 2014, la notation d'émetteurs et de produits structurés représentait les premières sources de revenus de Moody's, avec respectivement USD 1,1 Milliard et USD 426,5 Millions de revenus dégagés pour ladite année fiscale.

<sup>274</sup> Benjamin GRAHAM, « *The Intelligent Investor* » (L'Investisseur Intelligent); New York: Harper & Brothers 1949, rééd. Valor éditions, 2012. Ce livre est l'un des premiers ouvrages d'analyse financière qui codifie, entre autre, les comportements des investisseurs à travers des stratégies de marché décrite d'actives à passives. Le sujet des agences de notation y est plusieurs fois abordé, notamment, sous l'aspect des publications de ces dernières qui y sont décrites comme partie intégrante de l'analyse ante-investissement. Inter alia, p.161

<sup>275</sup> Malcolm GLADWELL, « *The use of adversity* »; Annals of Business, The New Yorker, Nov 2008. Sidney WEINBERG fut l'un des dirigeants de la Banque Goldman Sachs, il restera dans l'histoire au regard de son ascension l'ayant conduit à passer chaque étape entre concierge de cette banque jusqu'à directeur général de cette dernière.

*certaines* »<sup>276</sup>. Cela démontre bien l'importance que ces publications physiques pouvaient avoir dans le cadre de l'analyse financière de sous-jacent objet de stratégies d'investissement. C'est de cet engouement de l'investisseur que les agences de notation tiraient, alors, leur rémunération. Il s'agissait à ce stade du principe de l'investisseur payeur. Ce qui paraît logique dans son fonctionnement car l'information financière est destinée à ce dernier, qui recevra ainsi les données nécessaires sur la solidité financière et la solvabilité de l'entreprise émettrice de titres, sur laquelle il désirerait investir. Selon l'économiste Norbert GAILLARD<sup>277</sup>, deux raisons sont à l'origine du changement radical de ce mode de rémunération, à savoir, d'une part, la photocopieuse (apparue dans les années 70) et, d'autre part, le nombre croissant de demandes de notation de la part d'émetteurs de titres obligataires.

**80.** En effet, c'est grâce ou à cause de l'essor de la photocopieuse que ce système d'investisseur payeur prendra fin. C'est par ce biais technologique que de nombreux investisseurs se faisaient transmettre les rapports par des collaborateurs clients des agences de notation cela ayant pour conséquence de faire baisser la demande de tirage des dites publications. Aussi, la demande de notation étant si importante qu'il a fallu établir un ordre de priorité qui poussait à renverser le modèle de rémunération sur le demandeur. De plus, les anciennes publications étaient relativement bon marché et le profit des agences de notation se basait sur le nombre des acheteurs. Avec ce nouveau mode de rémunération, ces entités ont pu effectuer des *ratings* au prix fort profitant, comme il sera observé plus tard, d'un cadre réglementaire plus que favorable. A ce stade, il apparaissait déjà fort improbable qu'une notation rémunérée par une entité demanderesse objet elle-même d'une notation, soit le reflet d'une opinion indépendante qui ne serait pas tributaire du contrat de notation pour exister. Sur cette question les agences de notation se défendirent en indiquant<sup>278</sup> que la notation, en soit, est séparée de la rémunération. En d'autres termes, l'analyste qui réalise la notation n'est pas sensé savoir qu'il travaille pour noter une entité qui indirectement le rémunère. Cette explication est assez incongrue, mais c'est pourtant le laïus régulièrement servi par les agences de notation lorsque ce genre d'interrogation se pose<sup>279</sup>&<sup>280</sup>. Selon les propos de Carol SIROU « *C'est à*

---

<sup>276</sup> Alice SCHROEDER « l'effet boule de neige », Valor éditions, 2010. p.215

<sup>277</sup> Norbert GAILLARD, « Les agences de notation », éd. La Découverte. 2010.

<sup>278</sup> Projet de loi de régulation bancaire et financière, le 9 juin 2010 : <http://www.senat.fr/rap/109-703-1/109-703-183.html>.

<sup>279</sup> Projet de loi de régulation bancaire et financière, Rapport de la commission parlementaire Présidée par Philippe MARINI au nom de la commission des finances. 14 septembre 2010 ;

<sup>280</sup> Commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies, – Audition de Mme Carol Sirou, présidente de l'agence de notation Standard and Poor's Paris, zone francophone,

*l'agence de gérer le fait qu'elle est rémunérée par l'émetteur. C'est à elle de parer aux risques de perte d'indépendance envers le client. À cette fin, les analystes – qui élaborent les notes – et les personnels commerciaux sont clairement séparés. Les analystes ne sont pas rémunérés sur la base des revenus tirés de l'émetteur. De plus – et c'est un point essentiel –, les décisions sont prises de manière collégiale. La capacité d'influence de l'émetteur est donc très limitée. Enfin, nos procédures sont très strictes et nous les suivons à la lettre.*<sup>281</sup> ». Mais encore, Alain MERA, alors président de Fitch France, soulignait même lors de son audition<sup>282</sup> que dans son entité 40% des notations souveraines n'étaient pas rémunérées et que de ce fait, l'analyste ne sait pas si une notation pouvait être rémunérée ou non. Précisant qu'ainsi, dans les deux cas, la procédure réalisée est la même. De plus, étant donné que la méthodologie d'une notation sollicitée n'est pas identique à celle non sollicitée, en référence aux entretiens avec les diverses instances publiques, pour une notation publique sollicitée, et avec le management, pour les notations privées sollicitées, l'analyste sera à même de comprendre dans quel cadre de notation il se trouve. Mais encore, sachant que les agences de notation tirent 90% de leurs revenus des émetteurs de titres<sup>283</sup>, il est difficile de croire que les analystes ne savent pas reconnaître la situation d'une notation sollicitée et non sollicitée. Ce manque de transparence sur la rémunération de ces entités est particulièrement critiquable au regard d'une activité ayant tant d'impact sur la finance mondiale. Par ailleurs, comme il a déjà été observé précédemment, Patrick VAN ROY a dans une étude comparative de *rating* bancaires<sup>284</sup>, sur un échantillon de notations sollicitées et non sollicitées effectuées par l'agence Fitch, mis en exergue une différence systématique entre les deux modalités de notations.

**81.** D'après les recherches de l'économiste belge, les notations non sollicitées aboutiraient constamment à un *rating* inférieur à celui réalisé sur une entité ayant sollicité la notation. Cela, alors que les deux entités notées ont un même profil financier. De plus, ce mode de rémunération apparaît encore plus critiquable lorsqu'il se trouve comparé à une notation qui serait réalisée dans une salle de classe par un professeur qui serait payé par l'élève qu'il doit

---

accompagnée de M. Jean-Michel Six, chef économiste Europe. Mercredi 17 novembre 2010, Séance de 18 heures 30, Compte rendu n° 24.

<sup>281</sup> Ibidem

<sup>282</sup> Projet de loi de régulation bancaire et financière, Audition des représentants des agences de notation, le 9 juin 2010

<sup>283</sup> Norbert GAILLARD, “ *Les agences de notation*”, p.14, éd. La Découverte. 2010.

<sup>284</sup> Patrick VAN ROY, “*Réglementation prudentielle des banques et notations bancaires non sollicités*”. Banque centrale Européenne, Publications. 2010.

noter<sup>285</sup>. Cela fait écho aux propos tenus par Henri EMMANUELLI qui en réponse aux affirmations de Carol SIROU, sur le modèle « émetteur-payeur », faisait le parallèle suivant : « *c'est le contrevenant potentiel qui paie l'autorité de régulation et de contrôle ! Que dirait-on si l'étudiant rémunérait le professeur qui lui fait passer l'examen ?*<sup>286</sup> »

**82.** Raisonnablement, une opinion émise dans un pareil cadre de rémunération ne pourrait pas refléter une indépendance d'esprit ni même d'action. L'absurdité d'une telle situation est pourtant réelle et ce mode de rémunération n'a pas encore pu être remis en cause par les pouvoirs publics des différents Etats confrontés aux travers multiples des agences de notation, et ce malgré les récentes réglementations d'urgence intervenues de part et d'autre de l'atlantique.

**83.** En effet, que cela soit à travers les législations américaines du type Credit Rating Agencies Act de 2006, Dodd Franck Act de 2010<sup>287</sup> ou des réglementations issues de la SEC, aucune ne vient proposer un nouveau modèle de rémunération. Dans le cas des dispositifs réglementaires européens à l'instar des réglementations dites CRA (*Credit Rating Agencies*), telles que le Règlement (CE) n°1060/2009, le Règlement (UE) n°462/2013 ainsi que la Directive 2013/14/UE<sup>288</sup>, bien que le modèle de rémunération « émetteur-payeur » soit clairement remis en cause à l'exemple de ce que vient souligner le dernier règlement en date, à savoir le Règlement (UE) n°462/2013 (CRA 3), en ce qu' « *un certain nombre de problèmes liés aux activités des agences de notation de crédit, notamment le risque de dépendance excessive à l'égard des notations de crédit et le risque de conflits d'intérêts découlant du modèle de rémunération des agences de notation de crédit*<sup>289</sup> » la réglementation ne tend pas à favoriser un modèle de rémunération alternatif ou à proposer des solutions effectives pour palier à des situations de conflit d'intérêts, si ce n'est par un autre biais que celui d'une plus grande transparence sur le modèle actuel de rémunération, qui dans ce secteur représente déjà une

---

<sup>285</sup> Joseph E. STIGLITZ, *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, éd. W.W.Norton & Company, 2010.

<sup>286</sup> Commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies, – Audition de Mme Carol Sirou, présidente de l'agence de notation Standard and Poor's Paris, zone francophone, accompagnée de M. Jean-Michel Six, chef économiste Europe. Mercredi 17 novembre 2010, Séance de 18 heures 30, Compte rendu n° 24

<sup>287</sup> Dodd-Franck Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203 - July 21<sup>st</sup> 2010

<sup>288</sup> Directive 2013/14/EU du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant la directive 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs en ce qui concerne la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE

<sup>289</sup> Règlement (UE) N°462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

avancée. D'autre part, il peut être noté que Règlement délégué (UE) 2015/1 de la Commission européenne du 30 septembre 2014<sup>290</sup> vient structurer une certaine transparence sur la facturation des commissions et tarification des agences de notation envers leurs clients. Cela, à travers l'instauration de procédures tarifaires, de déclaration détaillée sur ces dernières qui devront être fournies aux régulateurs européens ainsi que la séparation effective entre le personnel à l'origine de la facturation et de celui en charge de la notation<sup>291</sup>. Si cela ressemble à s'y méprendre au système déjà appliqué par les agences de notation, comme l'avait indiqué Carole SIROU lors des propos précités recueillis lors de son audition par l'assemblée nationale<sup>292</sup>, la Commission européenne a jugé bon de formaliser ces pratiques à travers une suite de règlement délégué tout en confortant donc le modèle de rémunération « émetteur-payeur » tout en complexifiant, là encore, ledit modèle.

**84.** C'est, en outre, ce que reprochait déjà la Commission des affaires européennes qui lors de l'examen de la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit, il s'agissait de l'examen du futur CRA 3<sup>293</sup>, affirmait à travers son rapporteur que « *Par-delà la question de la notation de la dette souveraine, je trouve enfin étonnant que la Commission n'ait pas spécifiquement abordé les zones d'ombres qui entourent encore la rémunération des agences de notation, leurs barèmes demeurant relativement opaques. La question de la pertinence du modèle émetteur-payeur demeure entière si l'on souhaite réellement lutter contre les conflits d'intérêts. Après tout, mes élèves ne me payaient pas pour que je leur mette une note lorsque j'étais enseignant!* ».

**85.** Du côté Américain, il peut être constaté à la lecture du rapport de la SEC sur les agences de notation de Décembre 2014<sup>294</sup>, la multiplicité des « *faiblesses* » et « *failles* » qui persistent dans un système qui se veut de plus en plus transparent, mais qui devient de plus en plus

---

<sup>290</sup> RÈGLEMENT DÉLÉGUÉ (UE) 2015/1 DE LA COMMISSION du 30 septembre 2014 complétant le règlement (CE) no 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les rapports périodiques sur les commissions facturées par les agences de notation de crédit aux fins de la surveillance continue exercée par l'Autorité européenne des marchés financiers.

<sup>291</sup> Ibidem, Article 2 « Politiques et procédures tarifaires », Article 3 « Liste des commissions facturées à chaque client », Article 5 « Données à fournir »

<sup>292</sup> Commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies, – Audition de Mme Carol Sirou, présidente de l'agence de notation Standard and Poor's Paris, zone francophone, accompagnée de M. Jean-Michel Six, chef économiste Europe. Mercredi 17 novembre 2010, Séance de 18 heures 30, Compte rendu n° 24.

<sup>293</sup> Règlement (UE) N°462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>294</sup> Securities and Exchange Commission (SEC), “2014 Summary report of Commission Staff’s examinations of each Nationally Recognized Statistical Rating Organization”. December 2014

complexe sans pour autant modifier le fond du problème, à savoir le modèle « émetteur-payeur » qui est toujours vecteur de bon nombre de conflits d'intérêts.

**86.** Pourtant, deux Sénateurs Américains, Al FRANKEN (Dém.) et Roger WICKER (Rép.) sont à l'origine d'un courant parlementaire qui souhaite faire évoluer ce mode de rémunération du « *pay for play* » (payer pour jouer/être dans la course) en du « *pay for performance* » (payer pour la performance)<sup>295</sup>. Ce dernier modèle de rémunération consisterait en la création d'une Commission indépendante d'utilité publique qui avaliserait la rémunération des agences de notation, non pas en fonction des notations émises, mais en fonction de la pertinence ou performance de ces dernières à court et moyen terme. Ce système de contrôle des rémunérations pourrait être prometteur mais présente déjà ses limites sur la notation long terme<sup>296</sup>. De plus amples travaux sont actuellement en cours sur ce sujet et pourraient donner une réelle alternative à un mode de rémunération qui peut se révéler particulièrement toxique pour la finance mondiale.

**87.** Aussi, ce dernier modèle « *émetteur payeur* » apparaît parfaitement irrationnel et démontre bien la pluralité des intérêts qui rentrent en jeu lors d'une procédure de notation; qui ne peut, vraisemblablement, pas faire d'un *rating* une opinion indépendante. D'autre part, la succession de nouvelles réglementations qui, à l'origine, était destinées à rendre ladite rémunération de plus en plus transparente engendre des effets collatéraux particulièrement pernicious. En effet, ces réglementations ont, notamment, pour conséquence de multiplier le nombre de références réglementaires et législatives aux les agences de notation conférant, ainsi, de plus en plus d'importance à ces dernières. Cela intervient en contrecourant d'un processus de banalisation<sup>297</sup> de ces structures et sert plutôt à assoir l'influence de ces dernières au sein des réglementations en place. D'autre part, cette analyse qui étaye l'existence des conflits d'intérêts au sein de l'activité de notation va se voir renforcée par la réalité de ce qui est qualifié de véritable « *Turnover* » entre les employés, forces vives de l'activité de la notation et entre ceux des émetteurs.

---

<sup>295</sup> Al FRANKEN & Roger WICKER, “*SEC must ride herd on credit rating agencies*”, Opinions, CNN, May 17<sup>th</sup>, 2013.

<sup>296</sup> Al FRANKEN, “*Sens. Franken, Wicker Push SEC to Implement Credit Ratings Industry Reform*”. July 24<sup>th</sup>, 2013.

<sup>297</sup> Michel AGLIETTA « *Il faut banaliser les agences pour qu'elles puissent donner une opinion comme une autre que l'on peut utiliser ou pas. Le régulateur doit extraire ces agences de la régulation pour en faire des organismes privés quelconques* », Audition Sénat, 18 janvier 2012

## **§2) L'insuffisante transparence du « High Turnover » :** **l'absence de contrôle**

**88.** Lors des premières enquêtes Outre-Atlantique destinées à mettre la lumière sur les dysfonctionnement ayant conduit, notamment, à la crise des *subprimes*, l'attorney de New-York Andrew CUOMO<sup>298</sup>, s'est intéressé tout particulièrement au *turnover* (rotation) assez important des employés des agences de notation qui se retrouvaient embauchés, après une plus ou moins longue collaboration, par les établissements bancaires, à l'exemple de Goldman Sachs et UBS<sup>299</sup>, dans l'objectif d'aider ces dernières à élaborer des titres et produits structurés indexés sur des *subprimes*. Les promesses d'embauches combinant des salaires très attractifs auraient ainsi pu, selon un article du New York Times, motiver l'attribution d'un bon nombre de *ratings* injustement favorables pour les émetteurs.<sup>300</sup> Il est regrettable de savoir que cette enquête diligentée par l'attorney CUOMO n'ait eu aucune conséquence judiciaire pour les parties mises en cause. En effet, cette action du parquet de New York bien qu'ayant mis en lumière certains agissements potentiellement condamnables s'est brusquement interrompue suite à l'élection dudit attorney à la fonction de Gouverneur de l'Etat de New York.

**89.** Michel AGLIETTA, précisait sur le sujet des étroites relations entre les agences de notation et les Banques d'affaires et d'investissement que « *dans le cas des crédits titrisés, les agences de notation notent et sont en même temps parties prenantes de la titrisation. La constitution du produit et la notation sont complément imbriqués. Sans la notation, le titre n'a pas d'existence*<sup>301</sup> ». Cette affirmation de l'économiste relève bien l'interdépendance qui persiste, encore aujourd'hui, entre les principales agences de notation et les principaux émetteurs ou établissements en charge des émissions d'instruments financiers objet de la notation. Cette interdépendance est particulièrement critiquable quand elle est vectrice de conflits d'intérêts, notamment, à travers le prisme de ce *turnover* qui, en faisant écho au *High Speed Rating*, peut vraisemblablement être qualifié de *High Turnover*.

---

<sup>298</sup> Francesco GUERRERA, Helen THOMAS and Greg FARRELL, "Banks' links with rating agencies probed". Financial Times, May 13<sup>th</sup>, 2010.

<sup>299</sup> Zeke FAUX, "Moody's, S&P caved In to Ratings Pressure from Goldman, UBS over Mortgages" ; Bloomberg news, April 14<sup>th</sup>, 2011.

<sup>300</sup> Roger LOWENSTEIN, "The Ratings Game", The New York Times, April 27<sup>th</sup>, 2008.

<sup>301</sup> Michel AGLIETTA, "La Crise. Pourquoi en est-on arrivé là?", éd. Michalon, 2008

90. Aussi, c'est dans les conclusions du rapport de la Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC), présidée par Phil ANGELIDES, qu'il va être formellement reconnu par les pouvoirs publics américains l'existence de ce qui est qualifié, dans ledit rapport, de *turnover* (rotation) entre les employés des agences de notation vers ceux des banques commerciales et d'investissement ; lesquels sont les principaux établissements participant, d'une part, activement aux émissions de titres et étant, d'autre part, à l'origine des structurations d'instruments financiers<sup>302</sup>, à l'exemple de RMBS, CDO, CDS, produits structurés et autres.

91. Selon ledit rapport de la FCIC, dans le cadre de l'activité de notation il peut être considéré qu'une « *réelle pression pourrait exister sur les employés des agences de notation provenant de ce turnover*<sup>303</sup> ». Ce que présente le rapport gouvernemental comme une pression subie émanerait du fait que ces employés peuvent avoir, dans le cadre de l'évaluation d'un instrument financier, une contrepartie cliente qui n'est autre qu'un ancien collègue de travail ou un ancien analyste d'une agence concurrente lequel serait parfaitement rompu au *modus operandi* ainsi que clairement initié sur les informations requises et nécessaires afin d'obtenir un bon *rating* sur, par exemple, le CDO ou le Fonds qui serait structuré par son nouvel employeur. Lors de son audition par la FCIC, Madame Yuri YOSHIZAWA, directeur général de l'équipe de Moody pour les dérivés US, en 2005, a présenté un organigramme des analystes placés sous son contrôle hiérarchique en Juillet 2005. Sur cet organigramme, cette dernière a identifié 13 sur 51 analystes, soit 25% du personnel placé sous son autorité, qui avait quitté Moody afin de travailler pour des Banques d'affaires et Banques d'investissement de Wall Street.<sup>304</sup> Sur la question de la rotation des employés, Brian CLARKSON, qui a supervisé le groupe en charge des financements structurés avant de devenir le président de Moody's Investors Services, a expliqué aux enquêteurs du FCIC que la rétention de leurs analystes a toujours été un défi particulièrement compliqué à relever pour sa structure ainsi que pour les structures concurrentes, pour la simple raison que les banques pour des postes d'analystes financiers, notamment pour ceux ayant effectué un passage dans une agence de notation, payent beaucoup plus<sup>305</sup>. Dans le cadre des procédures internes de Moody's, les employés ont individuellement l'interdiction d'effectuer une notation en lien avec un Etablissement bancaire ou autre entité, y compris un Etat, pour lequel une procédure de candidature aurait été entreprise

---

<sup>302</sup> Phil ANGELIDES & Bill THOMAS “*The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United State*” p.150, Official Government Edition. February 25<sup>th</sup>, 2011.

<sup>303</sup> Ibidem

<sup>304</sup> Yuri YOSHIZAWA lors de son audition par le FCIC, le 17 Mai, 2010.

<sup>305</sup> Brian CLARKSON lors de son audition par le FCIC, le 20 Mai, 2010.

par l'analyste en charge de ladite notation<sup>306</sup>. Force est de constater que cette candidature ne peut être rendue publique que si le candidat ou l'entité en réception de cette candidature divulgue cette information, cela limitant sensiblement l'effectivité de la procédure interne susmentionnée. Aussi, les anciens employés de Moody's ne peuvent, en principe, interagir avec l'agence de notation sur les mêmes sous-jacents pour lesquels ils occupaient la fonction d'analyste, cela ne les empêchant pas de travailler sur des autres sous-jacents notés par Moody's.

**92.** C'est pour pallier ces dysfonctionnements que les règlements européens de type « CRA » ont tenté de rendre plus transparent l'affectation des ressources humaines au sein des agences de notation cela afin de pouvoir mieux les surveiller. Ainsi, le Règlement (CE) No 1060/2009, dit CRA I, prévoit en outre que dans le cadre des publications, désormais, obligatoires pour les agences de notation soient intégrées « *des statistiques concernant l'affectation des membres de son personnel à l'établissement des nouvelles notations de crédit, au réexamen des notations de crédit et à l'évaluation des méthodes et modèles utilisés, ainsi que des statistiques concernant l'affectation de son personnel dans les instances dirigeantes* »<sup>307</sup>. Cette information, bien qu'elle puisse représenter un atout lors de la survenance d'une défaillance pour l'identification des personnes directement mises en cause dans la réalisation de cette dernière, ne présente pas une avancée significative, que cela soit, dans la prévention de ladite défaillance ou sur le plan de la lutte contre les conflits d'intérêts. En effet, le phénomène retenu par la FCIC américaine était celui de la manipulation de *rating*<sup>308</sup> qui pouvait aisément intervenir dans un environnement professionnel, décrit précédemment, propice à une notation qui pourrait être biaisée par des aspirations carriéristes ou des manœuvres et manipulations d'initiés, ce qui demeure peu contrôlable même avec le dispositif de publication imposé par le législateur européen. D'autre part, ce même règlement instaure une obligation de rotation des équipes d'analystes de notation. Ainsi les structures de notation doivent prévoir « *un mécanisme approprié de rotation progressive pour les analystes de notation et les personnes chargées d'approuver les notations [...]. Cette rotation est effectuée par étapes, sur une base individuelle, plutôt qu'en soumettant une équipe complète à la rotation* ». Ce texte bien qu'étant particulièrement ambitieux sur le principe, car s'attaquant

---

<sup>306</sup> Ibidem

<sup>307</sup> RÈGLEMENT (CE) No 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, Section E Publications, L302/29, J.O.U.E. 17 novembre 2009.

<sup>308</sup> Phil ANGELIDES & Bill THOMAS "The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United State" p.149, Official Government Edition. February 25<sup>th</sup>, 2011

directement aux éventuelles mauvaises habitudes des structures de notation ainsi que celles de leurs analystes, cette obligation risque d'avoir pour conséquence de fragiliser le suivi analytique d'une notation, surtout quand cette dernière porte sur des sous-jacents complexes à appréhender, et donc *in fine* la qualité de la notation. Il convient à ce stade de ne pas oublier que l'une des critiques adressées aux agences de notation était l'usage du *High Speed Rating* par des ressources humaines tant insuffisantes par leur nombre que par leur expérience<sup>309</sup>. La MCI du Sénat français sur les agences de notation avait publié des chiffres particulièrement révélateurs sur le manque d'expérience des analystes qui, outre la question du *turnover* important des effectifs, peut être considéré comme un facteur de mauvaise qualité de la notation. En effet, pour reprendre les termes du rapport: « *Au sein des trois principales agences de notation en Europe, selon les dossiers présentés par les trois grandes agences de notation à l'appui de leur demande d'enregistrement auprès des autorités européennes, 62 % des analystes affectés à la notation des entreprises avaient moins de cinq années d'ancienneté. Ce chiffre s'élève à 71 % pour Fitch. Pour la dette souveraine, 78 % des analystes de Moody's avaient moins de cinq ans d'ancienneté, dont 30 % moins de deux ans d'ancienneté.* »<sup>310</sup> De ce fait, il serait peu adéquat de réaliser un système de rotation des effectifs, ayant peu d'expérience, sur des sous-jacents dont le traitement nécessite une certaine habitude.

**93.** Sur le même principe, il avait été avancé dans le cadre de ce premier règlement européen une rotation des agences tous les trois ans<sup>311</sup>. Ce principe avait été particulièrement critiqué par un bon nombre de parlementaires et de parties prenantes des marchés qui relevaient que les trois agences qui dominent le marché n'auraient « *qu'à attendre leur tour plutôt que de convaincre les émetteurs et investisseurs par la qualité de leurs analyses* »<sup>312</sup>. Suite à ces critiques il a été décidé par le législateur européen que seule la notation des produits structurés se verrait imposer une rotation entre agences tous les cinq ans.

---

<sup>309</sup> Voir à nouveau le rapport du US Senate Permanent Subcommittee on Investigations / Committee on Homeland Security and Governmental Affairs "*Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*" p.304 April 13<sup>th</sup>, 2011. Ce rapport note, en outre, la présence d'équipe d'analyste qui ont le plus souvent moins de 3 ans d'expérience chez S&P et Moody's.

<sup>310</sup> Rapport d'information n°598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI agences de notation présenté le 18 juin 2013. p.127.

<sup>311</sup> Leonardo DOMENICI, Projet de rapport sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit (COM(2011)0747 – C7-0420/2011 – 2011/0361(COD)) p.36 publié le 15 février 2012. Le rapport prévoyait, inter alia, que l'application du principe de la rotation aux agences de notation désignées par l'émetteur et donc valable pour les notations de crédit sollicitées, afin d'éviter que la même agence reste en fonction plus de trois ans, ou plus d'un an si elle a déjà noté plus de dix instruments de créance de l'émetteur. Conférer à la règle de la rotation entre les agences un caractère obligatoire stimulerait la concurrence sur le marché de la notation.

<sup>312</sup> Sophie ROLLAND, « *Les parlementaires européens renoncent à rendre obligatoire la rotation des agences de notation* » La Tribune, le 19 juin 2012

Cet abandon représentera un véritable camouflet pour son ardent défenseur, le parlementaire européen Leonardo DOMENICI, qui trouvera une consolation dans l'adoption du reste de son rapport dans ce qui formera le règlement dit CRA III<sup>313</sup>. Ce dernier règlement n'apportera malheureusement pas d'évolution concernant le sujet du turnover relatif aux agences de notation.

**94.** Les Etats-Unis ont connu une bonne avancée sur cette question depuis l'adoption du Dodd-Frank Act de 2010<sup>314</sup>, cela à travers des règles adoptées par le gendarme de la bourse américainE, la SEC, qui est l'autorité en charge du contrôle des agences de notation notamment à travers un dispositif appelé le « *look-back review*<sup>315</sup> », qui prévoit dans le cadre, notamment, des procédures internes des agences de notation enregistrées de vérifier les procédures de notation qui auraient pu être réalisées par tout analyste qui, au regard de sa déclaration de conflit d'intérêt annuelle<sup>316</sup> ou de tout élément objectif, aurait pu influencer son analyse autrement que si ce dernier avait scrupuleusement respecté les procédures et méthodologies internes.<sup>317</sup> Cette même procédure instaure une revue systématique des analyses effectuées par un analyste ayant quitté la structure de notation, la revue portant sur une durée d'un an avant le départ de l'analyste. Cela afin de contrôler si aucun conflit d'intérêt n'aurait pu biaiser la qualité de ses analyses.

**95.** Toutefois, il est regrettable, d'une part, de constater que cette procédure repose sur une procédure dite « *self-executing provision* », autrement dit une mise en place laissée à l'appréciation des agences de notation, sur les bases d'un système d'autorégulation qui n'est valable qu'en aval de l'analyse de l'analyste tout comme le prévoit aussi le dispositif européen.

**96.** Il aurait été souhaitable de voir apparaître des contrôles et audits inopinés de la part des différents régulateurs SEC, ESMA, AMF sur le modèle de ce qui est réalisé par exemple par l'ACPR pour le secteur Bancaire en France, afin de vérifier l'évolution du nombre d'analystes sur les différentes classes d'actifs notés ainsi que d'examiner de façon aléatoire un segment de différentes notations en cours afin de contrôler la présence potentielle d'influences indésirables au sein desdites analyses. Aussi, ce dispositif aurait pu être doublé d'auditions des analystes

---

<sup>313</sup> RÈGLEMENT (UE) N o 462/2013 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n o 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, dit CRA III, L 146/2.

<sup>314</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203 - July 21<sup>st</sup> 2010

<sup>315</sup> Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 232, 240, 249, and 249b, Release No. 34-72936; File No. S7-18-11, p.131, August 27, 2014

<sup>316</sup> Ibidem, 1. Paragraph (c) of New Rule 17g-8, p.132

<sup>317</sup> Ibidem

afin d'appréhender d'éventuels dysfonctionnements au sein des méthodologies et procédures utilisées.

**97.** Dès lors, la pluralité des intérêts des agences de notation apparaît nettement préservée malgré la mise en place de textes qui se veulent audacieux, mais qui ne présentent pas les bons remèdes à des maux qui nécessitent une médecine plus vigoureuse que celle basée sur l'autorégulation et la favorisation de procédé pernicieux à l'exemple de la rotation des agences de notation. Il faudrait sans doute s'attacher à la structuration de l'activité de notation qui semble par nature portée aux conflits d'intérêts.

---

## Section II: La pluralité structurelle des agences de notation

---

98. La « médecine juridique de guerre » du parlement européen, *via* l'adoption du règlement du 16 septembre 2009<sup>318</sup> sur les agences de notation, a voulu cerner ce qui était, alors, un véritable secret de Polichinelle<sup>319</sup>, à savoir, que ces structures de notation ne font pas que de la notation. Ainsi, le règlement susmentionné, dit CRA I, prévoit dans son annexe I, intitulé « *Indépendance et Prévention des conflits d'Intérêts* », l'exigence opérationnelle suivante « *agence de notation de crédit ne fournit pas de services de consultant ou de conseil à une entité notée ou à un tiers lié en ce qui concerne leur structure sociale ou juridique, leurs actifs, leur passif ou leurs activités.* »<sup>320</sup> Toutefois, ledit règlement prévoit dans l'alinéa suivant qu' « *une agence de notation de crédit peut fournir des services autres que l'émission de notations de crédit (« services accessoires »). Les services accessoires ne font pas partie des activités de notation de crédit : ils englobent les prévisions de marché, les estimations de l'évolution économique, les analyses de prix et d'autres analyses de données générales, ainsi que les services de distribution qui y sont liés* ». Cependant, dans cette hypothèse la structure de notation devra veiller à ce que la fourniture de ces services « *ne génère pas de conflits d'intérêts* ».

---

<sup>318</sup> RÈGLEMENT (CE) No 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>319</sup> AMF, Rapport 2006 sur les agences de notation. p.4. Publié le 26 janvier 2007. Ce rapport mentionnait déjà que « *La vigilance des régulateurs européens doit cependant être maintenue à l'égard de ces structures et un dialogue étroit entre autorités est indispensable, notamment dans le domaine de la notation non sollicitée et dans celui des services annexes, dans un contexte évolutif où les agences se voient confier un rôle prudentiel accru dans le cadre de Bâle II et où elles agiront dans un espace plus concurrentiel, ouvert à de nouveaux entrants.* »

<sup>320</sup> RÈGLEMENT (CE) No 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, p.25, L 302/25, J.O.U.E. 17 novembre 2009. Il est précisé dans l'Annexe I

99. Cette disposition de la première réglementation européenne propre aux agences de notation avait pour ambition d'encadrer l'un des phénomènes, qui, pourtant est l'un des moins connus de l'opinion publique tant américaine qu'europpéenne. Ce phénomène est celui de la fourniture de services annexes, en parallèle, des services de notation pour lesquels les agences de notation reçoivent une rémunération à travers ce qui est décrit par Markus KRALL comme « *le modèle émetteur-payeur (est) au coeur du conflit d'intérêts actuel des agences de notation. [...] L'industrie de la notation a réagi en passant d'un modèle investisseur-payeur à un modèle émetteur-payeur, sans anticiper les conséquences désastreuses de ce changement quarante ans plus tard...<sup>321</sup>* ». C'est donc en perspective de ce mode de rémunération, déjà évoqué dans la précédente section, qu'il convient de s'arrêter sur ce qui peut être considéré comme la diversité contestable d'un véritable *Business Model* (§1) ainsi que la structuration controversée de ce dernier (§2).

---

<sup>321</sup> Audition devant la Mission Commune d'Information du Sénat sur les agences de notation, le 9 mai 2012. Markus KRALL était, alors, Associé au sein du cabinet (**NB: Entité Privée**) de consultant en stratégie Roland Berger, lequel avait été chargé par le Parlement Européen d'étudier et de viabiliser l'idée d'une agence de notation européenne. La mise en pratique ne verra pas le jour d'après les propres propos tenus le 30 avril 2013 du Président-Fondateur de ladite agence de notation européenne (**NB : Entité Publique**), à savoir, le même Markus KRALL. «*Nous n'avons pas réussi à atteindre la taille critique pour démarrer*» voir L'article intitulé « *Le projet d'agence de notation européenne est mort* », Les Echos le 30 Avril 2013.

## **§1) La diversité contestable d'un *Business Model***

**100.** En effet, les agences de notation ne font pas que de la notation et ce, depuis bien longtemps. Dans son ouvrage intitulé « *L'Investisseur Intelligent*<sup>322</sup> » Benjamin GRAHAM ventait déjà, en 1949, la large gamme de « *services financiers* » qu'offrait Standard & Poor's qui « *proposait à la fois un service financier et un conseil en investissement*<sup>323</sup> ». Mais encore, le financier soulignait qu'« *un service aussi établi que Moody's doit offrir une variété de produits à toute sortes d'investisseurs*<sup>324</sup> » tout en justifiant cette réalité économique par le fait qu'« *ils [Moody's et Standard & Poor's] abordent tous les sujet qui ont un quelconque intérêt pour l'investisseur ou le spéculateur actif. Ainsi ces derniers peuvent émettre des jugements plus sûrs et prendre des décisions plus fiables qu'ils ne le feraient sans cette aide*<sup>325</sup> ». Ces propos sont à replacer dans leur contexte historique et économique qui était celui de la première moitié du XXe siècle qui, comme il a été rappelé précédemment, était celui du modèle de rémunération « *investisseur-payeur*<sup>326</sup> » beaucoup moins nocif<sup>327</sup> en termes de conflits d'intérêts que l'actuel modèle d'« *émetteur-payeur*<sup>328</sup> ». Toutefois, le changement du mode de rémunération des agences de notation ne semble pas avoir eu d'impact sur la « *fourniture de services annexes* » comme le précisaient les premiers rapports<sup>329</sup> de l'AMF sur le sujet.

**101.** De fait, dans leur *business model*, ou objet social, est intégré plusieurs casquettes, à côté de la notation, comme le conseil financier, le commissariat aux comptes, le *risk management* de crédit, l'audit, l'analyse macro-économique ou sectorielle, et surtout le « *Rating Assessment Service* », lequel permet à une agence de notation de donner une « *opinion sur le niveau possible d'une note compte tenu de scenarii définis par la société (acquisition ou cession par exemple)* »<sup>330</sup>. Bien entendu dans le cadre de ce dernier service, aucune publication n'est prévue,

---

<sup>322</sup> Benjamin GRAHAM, « *The Intelligent Investor* », fourth revised edition, Harper Collins Publishers Inc, N.Y. 1949. – Edition Française « *L'Investisseur Intelligent* », Valor éditions, 2012.

<sup>323</sup> Ibidem, p.161

<sup>324</sup> Ibidem, p.162

<sup>325</sup> Ibidem, p.162

<sup>326</sup> Section I La pluralité des intérêts des agences de notation, Paragraphe I L'opacité d'un mode de rémunération : L'inefficacité d'un contrôle

<sup>327</sup> Voir sur ce sujet la Revue Banque n°774, « *S&P condamnée tandis que Morningstar poursuit sa percée* », le 30 juin 2014. Dans cet article, Norbert GAILLARD justifie la percée de Morningstar au regard d'un *business model*, fondé sur le principe de l'investisseur payeur qualifié de « *beaucoup plus sain et devrait prémunir cette structure contre d'éventuel conflits d'intérêts* ». L'économiste nuance toutefois son propos en indiquant qu'en 2014 les trois agences de notation détiennent toujours 96% de part de marché.

<sup>328</sup> Benjamin GRAHAM, « *L'Investisseur Intelligent* », Valor éditions, 2012, p.162.

<sup>329</sup> AMF, Rapport 2004 (p.19 et 20) et 2006 (p.4) sur les agences de notation. Publiés respectivement le 26 janvier 2005 et 2007. Dans le rapport de 2004, le gendarme français de la bourse

<sup>330</sup> Ibidem, Rapport 2004 p.19

le rapport formalisant l'opinion de l'agence de notation sur le niveau possible de ladite note sera porté à l'unique connaissance du client, à savoir, de l'émetteur qui pourra, à l'aide de ce rapport, modifier ou corriger un comportement financier afin d'obtenir un meilleur rating dans le cadre d'une prochaine notation.

**102.** Bien que cette multiplicité de services nécessite en pratique une organisation structurelle particulière, comme il sera analysé dans le paragraphe suivant, une agence de notation peut donc, en théorie, conseiller, aider une entité dans sa comptabilité, en certifier le contenu et noter une éventuelle émission d'obligations de cette même entité, ainsi que d'en faire la surveillance annuelle post notation. Tout cela sans avoir à changer de structure. Ce mélange des genres est tout à fait incompatible avec une mission de notation qui se voudrait impartiale et indépendante. En effet, ce phénomène pourrait légitimement faire l'objet de supputations selon lesquelles une agence de notation ayant plusieurs contrats en cours, dans divers services, avec une entité privée n'aurait pas intérêt à dégrader la note de cette dernière. Comme souligne le vieil adage « *on ne mord pas la main qui nous nourrit* ».

**103.** C'est en outre sur ce point particulier, que le *général attorney* (procureur général) de la ville de New-York, Andrew CUOMO, avait, dans le cadre de l'enquête qu'il avait diligenté en 2010, voulu éclaircir les liens entre la banque Goldman Sachs, entre autres, et les agences de notation Moody's et Standard & Poor's.<sup>331</sup> En l'espèce, ces agences de notation détenaient des contrats de commissariat aux comptes et de conseil en management de risque de crédit, auprès de l'établissement bancaire. Alors que ces dernières devaient, par la même occasion, noter les émissions de titres financiers basés sur des sous-jacents de prêts hypothécaires américains dits « *subprimes* », émis par Goldman Sachs. Pendant plus de cinq années, ces produits décrits par les spécialistes des marchés, à l'instar du célèbre Warren BUFFETT (qui détient pourtant 13% de l'agence Moody's à travers sa holding Berkshire Hathaway)<sup>332</sup>, comme « *pourris* »<sup>333</sup> seront notés d'un triple A par les deux agences jusqu'à la chute brutale de l'immobilier en 2008. Le procureur CUOMO décrira, alors, cette situation comme rentrant pleinement dans une logique de conflit d'intérêt ayant en grande partie conduit à la crise des « *subprimes* »<sup>334</sup>. C'est aussi au sujet de cette même enquête que Michel AGLIETTA avait précisé que « *dans le cas des crédits titrisés, les agences de notation notent et sont en même temps parties prenantes de la titrisation.*

---

<sup>331</sup> Francesco GUERRERA, Helen THOMAS and Greg FARRELL, "Banks' links with rating agencies probed"; Financial Times; May 13<sup>th</sup>, 2010.

<sup>332</sup> Guillaume GUICHARD, "Les agences de notation décryptées", Le Figaro, Le 7 juillet 2011.

<sup>333</sup> Jia Lynn YANG, "Warren BUFFETT's happy housing story", CNNMoney, September 11<sup>th</sup> 2008.

<sup>334</sup> Voir Andrew CLARK & Julia KOLLEWE, "Wall Street bank's investigated over links to ratings agencies", The Guardian, May 13<sup>th</sup>, 2010.

*La constitution du produit et la notation sont complètement imbriquées. Sans la notation, le titre n'a pas d'existence.»*<sup>335</sup> Comme il a déjà pu être observé, dans un paragraphe précédent, cette enquête n'a pas eu de suite. Outre l'élection de l'attorney de New York, qui a peut-être été un frein à l'action publique il peut être constaté que les rapports d'enquêtes font état de la liberté d'opinion exprimée par les agences de notation à travers l'émission d'une notation<sup>336</sup>. Ce dernier point sera, à plusieurs reprises, un paramètre constitutionnel particulièrement gênant pour la mise en place d'un régime de responsabilité lié aux agences de notation. Cette notion fera, par ailleurs, l'objet d'une section dédiée.

**104.** En parallèle et à la suite de cette enquête, les divers législateurs et autorités de régulation s'étaient penchés sur la prévention des conflits d'intérêts dans le cadre particulier des services annexes proposés par les agences de notation. Aux Etats-Unis, la loi Dodd-Frank a mis en exergue la réalité économique de ces services annexes qu'elle qualifie d'«*Ancillary Services*<sup>337</sup>» (Services Auxiliaires), au sein de son Sous-titre C intitulé «*Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies*». Toutefois, le législateur américain n'a pas souhaité encadrer directement la fourniture de ses services, préférant déléguer au gendarme de la bourse américain, la SEC, d'une part, l'étude ainsi que l'évaluation de la gestion des conflits d'intérêts soulevés par les agences de notation qui fournissent d'autres services que des services de notation aux émetteurs<sup>338</sup> et, d'autre part, l'opportunité d'une réglementation qui interdirait aux agences de notation de fournir des services annexes à un service principal de notation<sup>339</sup>. C'est dans le cadre de cette délégation que la SEC a publié en Novembre 2013<sup>340</sup> un rapport dédié à la question spécifique des «*Ancillary Services*», faisant un bref récapitulatif des divers services proposés par les divers acteurs du marché de la notation, ne se limitant pas aux Big Three<sup>341</sup>, et

---

<sup>335</sup> Michel AGLIETTA, «*La crise. Pourquoi en est-on arrivé là ?*», éd. Michalon, 2008.

<sup>336</sup> Zeke FAUX, «*Moody's, S&P caved In to Ratings Pressure from Goldman, UBS over Mortgages*»; Bloomberg news, April 14th, 2011.

<sup>337</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, passed by the House of Representatives on June 30, 2010. 124 STAT. 1888

<sup>338</sup> Ibidem, SECTION 939C. Securities and Exchange Commission Study on Strengthening Credit Rating Agency Independence, (b) Subjects for Evaluation, "the Commission (SEC) shall evaluate" - (1) "the management of conflicts of interest raised by a nationally recognized statistical rating organization providing other services, including risk management advisory services, ancillary assistance, or consulting services";

<sup>339</sup> Ibidem (2) the potential impact of rules prohibiting a nationally recognized statistical rating organization that provides a rating to an issuer from providing other services to the issuer

<sup>340</sup> Report to Congress Credit Rating Agency Independence Study As Required by Section 939C of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, prepared by the Staff of the Office of Credit Ratings of the U.S. Securities and Exchange Commission. November 2013

<sup>341</sup> Ibidem, Section VII. Description of NRSRO Ancillary Services and Policies and Procedures to Manage Potential Conflicts of Interest, p.24 à 40. A.M. Best, DBRS, EJR, Fitch Ratings, HR Ratings, JCR, Kroll, Moody's, Morningstar, S&P.

faisant une comparaison particulièrement intéressante avec les conflits d'intérêts<sup>342</sup> ayant motivé l'adoption en 2002 de la Loi Sarbanes Oxley<sup>343</sup>. La SEC a plus précisément fait un parallèle entre les services annexes des agences de notation avec les dispositions de la Section 201 de ladite loi qui prohibe, entre autres, l'exercice de certaines activités pour les auditeurs externes et experts comptables afin d'éviter des situations pouvant être porteuses de conflits d'intérêts afin, à l'avenir, d'éviter les scandales financiers tels que ceux provoqués, en grande partie, par les firmes d'audit, d'expertise comptable et de certification de compte à l'exemple de celle d'Arthur Andersen<sup>344</sup>. Toutefois, il est regrettable de constater que la SEC a, dans ses conclusions, affirmé que les agences de notation étaient « *parfaitement capables de gérer des situations potentielles de conflits d'intérêts par l'efficacité d'un contrôle interne, quand bien même ces structures auraient pour mission principale la notation des émetteurs* »<sup>345</sup> tout en prônant avec un manque patent de sévérité la séparation des activités proposées par ces entités. Force est de constater que le gendarme américain de la bourse s'est avéré trop timoré sur un problème qui aurait nécessité la vigueur d'une réglementation digne d'un Sabanes Oxley Act.

**105.** A l'image de ce qui a pu être constaté dans l'introduction de la présente section, la position de l'Union européenne est assez ambiguë au regard de la réglementation CRA I<sup>346</sup>, qui fait l'apologie, à peine masquée, de l'autoréglementation sur cette question. Le règlement CRA II viendra quant à lui renforcer les obligations de publications des agences de notation sur les types de services<sup>347</sup> fournis ainsi que les conventions qui encadrent ces deniers afin de déceler d'éventuels conflits d'intérêts<sup>348</sup>. L'AMF, qui a vu son pouvoir de contrôle des agences de notation considérablement réduit depuis l'adoption de CRA I<sup>349</sup>, a, quant à elle, prôné une

---

<sup>342</sup> Section IX. Comparable Conflicts of Interest, p 43 & 44, dans lequel la séparation physique des activités porteuse de situation de conflits d'intérêts est observée.

<sup>343</sup> Loi Sarbanes-Oxley, Public Law 107-204, promulguée par le Président Georges Walker BUSH le 30 juillet 2002.

<sup>344</sup> Jean-Jacques PLUCHART, « *L'éthique des affaires: portée et limites de l'approche fonctionnaliste* », La revue des Sciences de Gestion, p.18 & 19. 2005/6 n°216 . « *la question se pose du rôle de l'auditeur. Est-ce son devoir d'avertir le public qu'il y a un risque pour le client à poursuivre tel ou tel modèle économique qu'il a jusque-là développé avec un succès apparent ?* »

<sup>345</sup> Ibidem, X. Conclusions and Recommendations, p. 47 & 48

<sup>346</sup> RÈGLEMENT (CE) No 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>347</sup> RÈGLEMENT (UE) N o 462/2013 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n o 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, dit CRA III

<sup>348</sup> Il convient de noter que le Rapport de la SEC publié en novembre 2013, au sein de sa Section V. B. European Union Credit Rating Agency Regulations. p.19 a passé en revue la réglementation européenne sur cette question, dans un esprit, certainement, de normalisation de la norme régissant l'activité de notation afin d'aboutir à des conclusions proches de celles tirées de l'autre côté de l'Atlantique.

<sup>349</sup> Voir sur ce sujet la Position AMF n°2013-14 publié le 8 octobre 2013 qui précise la compétence, de simple exécutant, de l'AMF suite à l'adoption de CRA I.

séparation stricte entre les différents services proposés par les agences de notation et l'activité de notation en soit ; cela, devant être mis en place par une autorégulation des entités<sup>350</sup>. Dans son rapport annuel sur les agences de notation<sup>351</sup>, l'AMF précisait que depuis les recommandations et réformes effectuées, avant CRA 1, « *seule une des trois agences sous revue indique explicitement qu'une telle séparation était effective au sein du groupe, en précisant que pour certains produits la surveillance de la notation incombe à l'analyste principal en charge de la délivrance de la note* ». De plus, il sera analysé dans le paragraphe suivant que cette séparation existe mais via une structuration particulière, à travers laquelle l'agence de notation, en soi, continue à exercer les mêmes activités qui, combinées, deviennent critiquables.

**106.** D'autre part, un rapport du sénat américain, remis au président OBAMA en avril 2011<sup>352</sup>, a conclu sur le dossier qui avait été entamé par le procureur CUOMO, à d'évidentes pressions qui auraient été exercées par, entre autres, la banque Goldman Sachs sur les agences de notation afin de bénéficier de bons ratings à son égard ainsi que sur le lancement de ces produits labélisés « *subprimes* ». Nonobstant les accusations argumentées des sénateurs américains, ce rapport n'a eu que peu d'échos sur la présidence américaine, cela en raison de la crise de la dette souveraine dans laquelle plusieurs Etats, dont les Etats-Unis, sont empêtrés au plus haut point et sur laquelle plane aussi l'ombre des conflits d'intérêts.

**107.** En effet, selon une théorie avancée notamment par l'économiste Elie COHEN<sup>353</sup> et le Professeur d'étude américaine Anne DEYSINE<sup>354</sup>, l'origine de la crise de la dette grecque et vraisemblablement de la crise actuelle des dettes souveraines serait basée sur un conflit d'intérêt entre la banque Goldman Sachs et les agences de notation sur le cas Grec. Il a été démontré<sup>355</sup> que l'Etat Grec s'est endetté pendant plusieurs années auprès de Goldman Sachs, qui l'aurait notamment aidé à maquiller ses comptes lors de son entrée dans la zone euro.<sup>356</sup> Lors de la renégociation de leurs engagements réciproques au début de l'année 2009, le gouvernement Grec aurait refusé de s'engager sur d'autres crédits auprès de la banque américaine. La semaine

---

<sup>350</sup> Code de bonne conduite de l'OICV, 2008, adde, Voir les conclusions du Rapport d'information n°598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI agences de notation présenté le 18 juin 2013.

<sup>351</sup> Rapport 2008 sur les agences de notation, p.50.

<sup>352</sup> Zeke FAUX, "Moody's, S&P caved In to Ratings Pressure from Goldman, UBS over Mortgages"; Bloomberg news, April 14th, 2011.

<sup>353</sup> Voir aussi Elie COHEN, « *Penser la Crise : Défaillances de la théorie, du marché, de la régulation* » p. 407, Ed. Fayard, 2010

<sup>354</sup> "Le monde immoral de la finance", C'est dans l'air, France 5, le 19 février 2010.

<sup>355</sup> Joseph E. STIGLITZ, "Greece, the Sacrificial Lamb", the New York Times, July 25<sup>th</sup>, 2015.

<sup>356</sup> Louise STORY, Thomas LANDON Jr. & Nelson D. SCHWARTZ, "Wall St. Helped to Mask Bebt Fueling Europe's Crisis", The New York Times, February 13<sup>th</sup>, 2010.

suyvante un article du Wall Street Journal intitulé « *The Greek Problem* »<sup>357</sup> aurait, entre autres, mis le feu aux poudres en éclairant la situation catastrophique de la Grèce. Cela étant fait, quelques semaines plus tard les réactions des agences de notations ne se sont pas fait attendre et intervenait le premier *downgrading* de cet Etat, qui allait être le premier domino à tomber sur une longue liste qui n'est pas encore arrêtée à ce jour. En outre, plus qu'un conflit d'intérêt, c'est bien d'une collusion entre certains établissements bancaires américains et les agences de notation dont il s'agirait. Ces dernières profitant toutes deux d'une dégradation des titres obligataires au bénéfice d'une hausse des produits dérivés misant sur un marché baissier, à l'exemple des Credit Default Swaps qui ont explosé en matière de rentabilité depuis le début de la crise des dettes souveraines<sup>358</sup>.

**108.** Dès lors, ce mélange des genres et de services proposés par les agences de notation apparaît particulièrement complexe à appréhender dans une activité pratiquée par des acteurs qui continuent à se déclarer indépendants quant aux opinions qu'ils délivrent via la notation. Aussi, la pluralité d'intérêts des agences de notation va s'organiser à travers la structuration controversée d'un *Business Model*.

---

<sup>357</sup> Gerald F. SEIB, «*The Greek Problem*», WSJ, October 2009.

<sup>358</sup> Voir Firgyes Ferdinand HEINZ & Yan Sun, «*Sovereign CDS Spreads in Europe –The Role of Global Risk Adversion, Economic Fundamentals, Liquidity, and Spillovers*», IMF Working Paper, WP/14/17, January 2014.

## **§2) La structuration controversée d'un *Business Model***

**109.** De la justification Grahamite<sup>359</sup> qui voulait que Moody's, à l'image des autres agences de notation, propose une très large « *variété de produits* <sup>360</sup>», afin de couvrir tous les sujets qui auraient un quelconque intérêt pour que les « *investisseurs puissent émettre des jugements plus sûrs et prendre des décisions plus fiables*<sup>361</sup> », à l'organisation structurelle contemporaine de l'ensemble de ces services ; les agences de notation, plus particulièrement les sociétés mères ou holdings qui contrôlent ces dernières, ont redoublé d'ingéniosité afin de gérer au mieux de le risque réputationnel<sup>362</sup>, La gestion de ce risque à travers l'exercice de multiples activités, lesquels, rassemblés peuvent faire l'objet de nombreuses critiques. C'est sur cette dynamique que seront organisées les différentes activités de ces agences allant du conseil « *pré-notation* », en passant par la formation financière, l'analyse financière, l'audit, voire le commissariat au compte.

**110.** Pour l'agence de notation Moody's, la structuration de ses activités se fait de la forme suivante : Moody's Corporation, société incorporée dans l'Etat du Delaware<sup>363</sup> et cotée à la Bourse de New York, est la société holding qui contrôle et regroupe en son sein ses deux filiales, à savoir, Moody's Investors Services et Moody's Analytics<sup>364</sup>&<sup>365</sup>. Dans son Rapport Annuel

---

<sup>359</sup> En référence à Benjamin GRAHAM auteur de " The Intelligent Investor", fourth revised edition, Harper Collins Publishers Inc, N.Y. 1949, à l'origine d'une école de pensée dont se réclameront certains des plus grands investisseurs et financiers du siècle, à l'instar de Warren BUFFETT (3e Fortune du Monde Selon le classement du Magazine Forbes 2015 - Chairman et CEO de Berkshire Hathaway), Peter LYNCH (du fonds Fidelity Magellan) ou Jim ROGERS (du fonds Quantum). Cette école de pensée consiste au développement

<sup>360</sup> Ibidem, p.162f

<sup>361</sup> Ibidem, p.162

<sup>362</sup> Hubert de VAUPLANE, « *Contrôle interne, conflits d'intérêts et risque de réputation* », Revue Banque °675, p.99. Décembre 2005, publié le 2 janvier 2006.

<sup>363</sup> Moody's Annual Report 2014 Pursuant to Section 13 or 15(d) Of the SEC Act 1934 United States Securities and Exchange Commission Form 10-K. February 25<sup>th</sup>, 2015; L'Etat du Delaware est notoirement connu pour être un Etat américain à la fiscalité particulièrement attractive et avantageuse pour les domiciliations de sociétés. En effet, les sociétés qui y sont domiciliées ne sont pas taxées les revenus réalisés sur leurs activités réalisées en dehors des frontières de cet Etat. Il est donc aisé de considérer les économies substantielles sur la fiscalité que font ce type de société en application des normes sur les Chiffres d'Affaires consolidés ainsi qu'en vertu des traités de non double imposition. Selon un article du FIGARO du 2 avril 2009 intitulé « *L'Etat du Delaware, le paradis fiscal américain qui irrite le Luxembourg* », plus de 40% des sociétés cotées à la Bourse de New York y sont domiciliées ; Voir aussi sur ce sujet Leslie WAYNE « How Delaware Thrives as a Corporate Tax Haven », The New York Times, June 30<sup>th</sup>, 2012. ; « *L'OCDE plaide en faveur d'une intensification de la coopération internationale concernant la fiscalité des entreprises* », Rapport de l'OCDE sur l'optimisation fiscale publié le 12 février 2013

<sup>364</sup> Moody's Analytics France, Publication – *La société Moody's Corporation*. 2015

<sup>365</sup> Report to Congress Credit Rating Agency Independence Study As Required by Section 939C of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, prepared by the Staff of the Office of Credit Ratings of

2014, Moody's Corporation indiqué<sup>366</sup> « être un fournisseur, en premier lieu, de notation de crédit, en deuxième lieu, de recherches et d'analyses financière ainsi que d'outils de mesure du risque de crédit, des modèles d'évaluation, des analyses financières et macro-économiques sur le marché obligataire et autres recherches connexes, en troisième lieu, de solutions software et de gestion de risque (risk management), en quatrième lieu, de services financiers (au sens large) ainsi que de certification », et ce, à travers le segment séparé de ses deux filiales susmentionnées.

**111.** La première Moody's Investors Service (MIS), en Français « Le Service aux investisseurs de Moody's », est la filiale qui va regrouper les activités de notation de crédit, et ce, sur un large éventail de titres de créance ainsi que sur les entités émettrices de ces titres de créance sur les marchés du monde entier. Comme il a été observé dans le premier chapitre, cette notation portera sur un large panel de titres de créances allant de papiers émis par des sociétés, des gouvernements ou sur des produits structurés et tout autre type de véhicule de structuration obligataire. MIS offrira aussi des services de recherches et d'analyse de risque aux émetteurs<sup>367</sup>. Par ailleurs, il est assez étonnant que cette filiale soit dénommée Moody's Investors Service, qui fait clairement référence à un service dédié aux investisseurs, alors qu'elle mentionne que ses revenus sont dégagés majoritairement via des services facturés dans le cadre de relations d'affaires établies avec, environ, 11.000 émetteurs privés et 21.000 émetteurs publics. A cet effet, « Moody's Issuers<sup>368</sup> Service » serait plus adéquat à la réalité commerciale de cette société. Pour ce qui est de la seconde filiale, dénommée Moody's Analytics, cette dernière intègre l'ensemble des prestations de services connexes à la notation, à savoir, la recherche économique et macro-économique, l'analyse financière, la fourniture et la maintenance d'outils de mesure du risque de crédit, la mise en place de modèles d'évaluation pré-notation, un service d'audit et d'assistance pour la préparation et la constitution des bilans comptables<sup>369</sup>, un service d'assistance à la mise en place des ratios de liquidités, ainsi que de certification<sup>370</sup>.

**112.** Dans les faits, les différentes activités de cette entité se trouvent bien séparées de la notation, à proprement dit, toutefois ces dernières s'exercent bien à travers le contrôle d'une seule et même entité qui est Moody's Corporation, dont les principaux actionnaires étaient, à la

---

the U.S. Securities and Exchange Commission. November 2013, Moody's Corporation Inc. Organizational Structure p.34

<sup>366</sup> Moody's Annual Report 2014, *Ibidem*, p.22. February 25<sup>th</sup>, 2015

<sup>367</sup> Moody's Investors Service, Statement, "Moody's Role in the Capital Markets", 2015, disponible sur <https://www.moodys.com/Pages/atc002.aspx>

<sup>368</sup> Issuer est le terme anglo-saxon pour Emetteur

<sup>369</sup> Moody's Annual Report 2014, *Ibidem*, p.24. February 25<sup>th</sup>, 2015

<sup>370</sup> *Ibidem*,

fin de l'année 2012<sup>371</sup>, Berkshire Hathaway Inc. (12,8 %), Capital World Investors (12,6 %), Valueact Holding LP (7,47 %) ou encore State Street Corp.(3,24 %) et dont le revenu principal, lui, est bien dégagé par la notation.

**113.** Pour Standard & Poor's, les activités de notation sont assurées par Standard & Poor's Ratings Services qui est une division opérationnelle de Standard & Poor's Financial Services LLC<sup>372</sup>, société incorporée dans l'Etat du Delaware<sup>373</sup> détenue à 100 % par le Groupe McGraw-Hill<sup>374</sup> qui est à l'origine une maison d'édition qui publie, notamment, de l'information financière. A ce titre, il est intéressant de s'arrêter sur la structure des diverses activités financières du Groupe McGraw Hill. En effet, dans son rapport annuel 2014, ce Groupe indique que ses activités financières consistent en quatre pôles séparés qui sont Standard & Poor's Ratings Services, S & P Capital IQ, S & P Dow Jones Indices («S & P DJ Indices») et matières premières et commercial ("C & C")<sup>375</sup>. le premier pôle d'activité est constitué par S & P Ratings Services qui est un fournisseur, se voulant indépendant, de notation obligataire, de services « pré-notation », de recherche économique et financière, d'analyse, offrant aux investisseurs, émetteurs et régulateur de marché de l'information financière. Le second pôle matérialisé par la société S & P Capital IQ est un fournisseur mondial de données multi-classes d'actifs, y compris les titres et instruments financiers obligataires, de recherche et d'analyse financière, qui intègrent l'analyse des classes d'actifs et des outils de surveillance et de gestion de risque. Le troisième pôle est formé par S & P Indices DJ qui s'avère être les deux premiers indices boursiers au monde, qui regroupent une très grande variété de valorisation. Ces deux indices sont en outre les indices de référence pour les conseillers en placement, les gestionnaires de patrimoine et les investisseurs institutionnels du monde entier. Le quatrième et dernier pôle d'activité est C & C, société qui se compose des sociétés dites business-to-business spécialisées dans les marchés des matières premières qui fournissent, notamment, à leurs clients l'accès à des informations de grande valeur, des données, des services analytiques et de référencement de prix sur le secteur des matières premières. En d'autres termes, Standard & Poor's note des

---

<sup>371</sup> Banque de France Document et Débats N° 4.p.2, Mai 2012.

<sup>372</sup> Report to Congress Credit Rating Agency Independence Study As Required by Section 939C of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, prepared by the Staff of the Office of Credit Ratings of the U.S. Securities and Exchange Commission. November 2013, McGraw Hill Financial, Inc. Organizational Structure p.41

<sup>373</sup> Les activités de notation et de services financiers de McGraw Hill sont exercées à travers les filiales Standard & Poor's Financial Services LLC, Standard & Poor's Europe LLC pour la consolidation des revenus tirés des activités sur les marchés européens, et Standard & Poor's International, LLC toutes trois incorporées dans l'Etat du Delaware, Voir : Securities & Exchange Commission's Archive, SUBSIDIARIES OF THE REGISTRANT, The McGraw-Hill Companies, Inc. Subsidiaries of Registrant , Exhibit (21), 2015

<sup>374</sup> Ibidem, McGraw Hill Financial, Inc. Organizational Structure p.41

<sup>375</sup> McGraw Hill Essential Intelligence, 2014 Annual Report p.12

titres dont les sous-jacents vont se voir reporter au sein de l'indice que l'agence gère et administre elle-même. Là encore, cette situation ainsi que cette structuration, fait la part belle à de potentiels conflits d'intérêts. D'autre part, dans le cas de cette structure, il ne peut pas être constaté de réelle séparation structurelle entre Standard & Poor's Financial Services LLC qui fournit des financiers annexes et sa propre division opérationnelle dénommée Standard & Poor's Ratings Services qui assure en parallèle des services de notation. Sur le plan de l'actionnariat, le principal actionnaire de McGraw Hill est la société d'investissement Capital World, laquelle détient aussi une participation, pas négligeable, dans Moody's Corporation. D'autres sociétés et fonds d'investissement tels que State Street Corporation, Black Rock Incorporated et Vanguard Group Onc., sont des actionnaires qui détiennent des participations au sein de ces deux agences de notation américaines<sup>376</sup>.

**114.** Concernant la question de l'actionnariat rattachée à la notion de conflit d'intérêts, il est important de souligner que le législateur européen, contrairement au législateur américain, s'est montré plus offensif en souhaitant, à travers l'adoption du règlement dit CRA III, réglementer les participations dans les agences de notation. Plus particulièrement, ce sont les cas de doubles participations, à l'image de ce qu'il peut être constaté au regard des participations des investisseurs susmentionnés, qui ont fait l'objet d'une attention toute particulière du Parlement et de la Commission européenne. Ainsi le règlement CRA III, modifiant ainsi le règlement CRA I, dispose à l'Article 6 bis qu' « *il est interdit à un actionnaire ou un membre d'une agence de notation de crédit détenant au moins 5 %, soit du capital, soit des droits de vote de ladite agence de notation de crédit ou d'une société en mesure d'exercer un contrôle ou une influence dominante sur cette agence de notation : (a) de détenir plus de 5 % du capital de toute autre agence de notation de crédit ; (b) d'avoir le droit ou le pouvoir d'exercer 5 % ou plus des droits de vote dans toute autre agence de notation*<sup>377</sup>. ». Cette initiative du législateur doit être louée dans la mesure où elle se présente comme une solution théoriquement efficace et une évolution significative dans la lutte et la prévention des risques liées à une concentration de l'actionnariat ainsi que des conflits d'intérêts potentiels qui pourraient en résulter. Toutefois, force est de constater que l'application extraterritoriale de cette réglementation européenne sur des sociétés (investisseurs) américaines demeure complexe à envisager. Sur ce point, le législateur européen n'a pas encore apporté de réponse, d'autant plus, au regard de la véritable frilosité de son

---

<sup>376</sup> Banque de France Document et Débats N° 4.p.2, Mai 2012

<sup>377</sup> RÈGLEMENTS RÈGLEMENT (UE) No 462/2013 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) no 1060/2009 sur les agences de notation de crédit. L 146/14, Article 6 bis « *Conflit d'intérêts liés à des investissements dans les agences de notation de crédit* ».

homologue américain toute question se rapprochant de près ou de loin à la réglementation de l'actionnariat, et ce, quel qu'il soit.

**115.** Pour Fitch, la situation structurelle est la suivante : jusqu'en décembre 2014, Fitch Ratings Inc. était contrôlée, à travers Fitch Group, à hauteur de 60 % par le groupe français FIMALAC, dirigé par Marc Ladreit de Lacharrière. Les 40 % restants étaient détenus par le groupe américain Hearst Corporation. Le 12 décembre 2014, Fimalac a annoncé<sup>378</sup> son désengagement de l'agence de notation financière en procédant à la vente de 30% du capital de cette dernière à celui qui était l'autre grand actionnaire, Hearst Corporation qui avait, déjà, passé le seuil de 50% dudit capital. Cette opération a ramené la participation de FIMALAC à 20% alors que Hearst Corporation peut se targuer de détenir 80% de l'actionnariat de Fitch. Toutefois, Marc LADREIT de LACHARRIERE demeurera Président du conseil d'administration de Fitch Group jusqu'en 2020 date à laquelle les 20% de capital restants seront vendus à Hearst Corporation en application d'une option d'achat déjà convenue, à travers un protocole d'accord, sur le titre<sup>379</sup>. Les activités au sein de FitchGroup sont organisées de la façon suivante<sup>380</sup> & <sup>381</sup>, Fitch Group Incorporated, société incorporée dans l'Etat du Delaware, a quatre filiales<sup>382</sup>, à savoir, Fitch Ratings Inc., Fitch Solutions Inc., Fitch Learning Inc., Fitch Information Services Inc. La première Fitch Ratings Inc, traite des activités de notation. La seconde, Fitch Solutions est un fournisseur de services connexes à la notation, allant de la « pré-notation », à la mise en place d'outils de gestion, notamment au regard des exigences du comité de Bâle, de contrôle de risque dit de crédit, et autres. La troisième est une filiale, FitchLearning, qui opère en tant que centre de formation auprès, notamment, des émetteurs de titres afin que distiller des formations financières, comptables, réglementaires. La dernière, Fitch Information Services est un diffuseur d'information financière et de statistiques économiques sur abonnement. Toute cette architecture démontre là encore des zones structurelles particulièrement propices aux conflits d'intérêts.

---

<sup>378</sup> FIMALAC, « *Cession de 30% de Fitch Group à Hearst* », Communiqué Financier – Informations Réglementées 12 décembre 2014. A noter que Le prix provisoire de cette transaction a été fixé à 1 965 M\$ pour 30% des actions, ce qui correspond à une valeur nette globale de Fitch Group de 6 550 M\$ et que la gouvernance de Fitch Rating demeure sous le contrôle de FIMALAC, à travers son Président, jusqu'en 2020

<sup>379</sup> Jacques-Olivier MARTIN, « FIMALAC organise sa sortie de l'agence de notation Fitch », Le FIGARO du 13 décembre 2014.

<sup>380</sup> Report to Congress Credit Rating Agency Independence Study As Required by Section 939C of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, prepared by the Staff of the Office of Credit Ratings of the U.S. Securities and Exchange Commission. November 2013, Fitch Group, Inc. Organizational Structure p.31

<sup>381</sup> Fitch Ratings, Inc. 2015 Form NRSRO Annual Certification, Exhibit 4 Organizational Structure, p.4

<sup>382</sup> Toutes les quatres sont des Incorporated, incorporée dans l'Etat du Delaware.

**116.** La SEC a toutefois indiqué, après analyse de ces structures, que les trois agences de notation avait mis en place les pare-feux et les procédures internes nécessaires afin de juguler les potentiels conflits d'intérêts auxquelles ces diverses structures pourraient être sujettes au regard de l'organisation de leurs activités connexes à la notation. Le gendarme américain de la bourse souligne même que « *il ne semble pas que les agences de notation n'aient pas généralement été en mesure de gérer des conflits d'intérêts potentiels à travers leur politiques et procédures internes existantes* »<sup>383</sup> Il en va de même pour le gendarme européen de la bourse qui « *a indiqué que, dans le cadre de la fourniture de services accessoires, les agences de notation se sont organisées afin de séparer cette activité de celle de la notation à travers des « murailles de Chine ».* Elle estime que les conflits d'intérêts potentiels ont été correctement gérés »<sup>384</sup>»

**117.** Dans le cadre d'une étude au titre évocateur « *How and Why Credit Rating Agencies Are Not like Other Gatekeepers* »<sup>385</sup>», l'universitaire Frank PARTNOY constatait à la lumière des rapports annuels des agences de notation que le chiffre d'affaires de ces dernières ne cessait d'augmenter concernant les services annexes et que la pré-notation était un réel service au sein duquel les présomptions de conflits d'intérêts étaient trop fortes pour ne pas réguler voir interdire ce dernier

**118.** En effet, il est particulièrement regrettable que les divers régulateurs n'aient pas appliqué un contrôle plus poussé de ces structures qui contrôlent et gèrent l'activité de notation. Un Sarbanes-Oxley de la notation aurait pu être plus porteur, notamment, en termes de contrôle d'activité que les diverses réglementations et législations adoptées. Les régulateurs s'étant trop attachés à ce qui forme exclusivement l'activité de notation, les contrôles qui ont pu être opérés, en matière structurelle, se retrouvent particulièrement amoindris. Cela, à l'image de ce que représentent les diverses actions des régulateurs sur les points précédemment évoqués, à savoir, une action a priori ambitieuse mais qui manque de réalisme dans sa conclusion.

---

<sup>383</sup>Report to Congress Credit Rating Agency Independence Study As Required by Section 939C of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, prepared by the Staff of the Office of Credit Ratings of the U.S. Securities and Exchange Commission p.49, November 2013.

<sup>384</sup> Rapport d'information n°598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI agences de notation présenté le 18 juin 2013, Réponse au questionnaire sur les agences de notation adressé par l'ESMA au Sénat Français.

<sup>385</sup> Frank PARTNOY, «*How and Why Credit Rating Agencies Are Not like Other Gatekeepers*», University of San Diego, Legal Studies Research Paper Series ,May 2006.

---

## Conclusion du Titre I

---

**119.** Jean-Paul GAUZES, rapporteur des deux premiers règlements européens destinés à encadrer les agences de notation, justifiait<sup>386</sup> l'adoption d'un troisième texte européen (CRA III) non pas en raison « *de l'échec de CRA I et II* » mais du fait que le nouveau règlement traite de « *problématiques nouvelles, et parmi elles les questions de dettes souveraines* ». Toutefois, au regard des problématiques ainsi que des notions abordées, force est de constater un certain revers pour les législateurs européens et extra européens, qui, animés d'une réelle volonté politique à vouloir rendre les agences de notation plus transparentes tant sur l'activité en elle-même, incluant la méthodologie utilisée par ces dernières, que sur l'indépendance de ces dernières, du fait de la crédibilité équivoque de ces structures, se sont, néanmoins, retrouvés empêtrés dans la complexification d'une réglementation qui devient un véritable millefeuille réglementaire. Cela ayant pour conséquence directe la création, notamment, de régimes particuliers<sup>387</sup> ainsi qu'une multitude de publications obligatoires<sup>388</sup>, participant à ce qui peut être considéré de véritable « *mythe de la transparence imposée* », qui représente pour le régulateur une masse très importante de publications à traiter et à contrôler.

**120.** Pourtant des solutions alternatives semblent peu à peu émerger en parallèle de cette véritable inflation législative. Ces dernières visent essentiellement à faire évoluer les modèles de rémunération des agences de notation à l'instar d'un modèle de rémunération alternatif des agences de notation prôné<sup>389</sup> par les Sénateurs américains Al FRANKEN (Dém.) et Roger WICKER (Rép.), ou encore d'un retour au modèle « d'investisseur-payeur » adopté par de nouveaux acteurs de marché, qui bien que modestes en part de marché, voient leur modèle de rémunération salué par ledit marché<sup>390</sup>. Il semblerait que pour faire évoluer les agences de

---

<sup>386</sup> Jean-Paul GAUZES, « *CRA 3 : un texte encore très discuté au parlement* » Revue Banque n°749, 29 mai 2012.

<sup>387</sup> Règlement (UE) N°462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, L 146/ 17 Article 8 bis « *La Notation Souveraine* »

<sup>388</sup> Mathieu LAINE et Pascal SALIN, « *Le Mythe de la Transparence Imposée* ». La semaine juridique Entreprise et Affaires, N° 45. 6 novembre 2003

<sup>389</sup> Al FRANKEN & Roger WICKER, « *SEC must ride herd on credit rating agencies* », Opinions, CNN, May 17<sup>th</sup>, 2013

<sup>390</sup> Voir sur ce sujet la Revue Banque n°774, « *S&P condamnée tandis que Morningstar poursuit sa percée* », le 30 juin 2014

notation il faille, notamment, garder à l'esprit l'aphorisme, généralement attribué à Cicéron, « *Belli Nervus Pecunia* <sup>391</sup> » pour réformer l'encadrement de ces structures en ce sens.

**121.** Cependant, il convient de saluer à ce stade l'action du législateur européen qui a pour mérite d'avoir cerné les problèmes, notamment, liées à l'actionnariat des agences de notation et d'avoir su légiférer en ce sens. La mise en place de ces restrictions représente un enjeu qui conduira à d'âpres négociations avec le législateur américain, lequel est particulièrement connu pour son absence d'interventionnisme dans ce secteur, préférant, comme il l'a déjà démontré, favoriser l'autorégulation.

**122.** Ces éléments sont révélateurs des diverses pistes qu'il faut continuer à explorer afin de s'affranchir de l'influence des agences de notation. D'autre part, des diverses crises contemporaines que traversent la finance et l'économie mondiale émane une urgence qui n'en est que plus accentuée quand il est envisagé l'indubitable existence d'un pouvoir normatif, à grand risque, des agences de notation.

---

<sup>391</sup> L'argent est le nerf de la guerre

## **Titre II**

# **L'existence d'un pouvoir normatif générateur de risques**

---

**123.** L'appréhension des éléments développés dans le Titre précédent a eu, selon la méthode de l'analyse substantielle du droit économique<sup>392</sup>, pour conséquence notable de mettre en exergue l'existence d'un pouvoir normatif exercé par les agences de notation. Ce pouvoir peut être aisément constaté en ce qu'il contraint à des comportements auxquels tant les émetteurs de titres que les acteurs de marchés doivent se conformer. Ces comportements sont le reflet d'une norme qui doit être impérativement respectée sous peine de voir le couperet d'une dégradation de note tomber avec les conséquences inexorables que cela implique<sup>393</sup> pour le sous-jacent noté, qu'il soit public ou privé. Cette norme se matérialise, notamment, par les différentes grilles de notation des trois principales agences dominantes.

---

<sup>392</sup> Jean-Baptiste RACINE et Fabrice SIIRIAINEN, « Retour sur l'analyse substantielle en droit économique », *Revue internationale de droit économique* 2007/3 (t. XXI, 3), p. 263. DOI 10.3917/ride.213.0259

<sup>393</sup> Le 5 novembre 2009, soit un mois jour pour jour après son élection, Georges PAPANDREOU annonçait le déficit public n'était pas de 6% comme l'avait indiqué son prédécesseur, mais que ce dernier était à hauteur de 13% et que la dette publique avoisinait les 115% du PIB de l'Etat Grec. Voir sur ce sujet Marc LADREIT de LACHARRIERE, « Le Droit de Noter : Les agences de notation face à la Crise », p128 à 134 éd. Grasset, octobre 2012. Cette annonce a eu pour conséquence une dégradation de la note de la dette grecque de laquelle et une hausse des taux d'emprunt à 10% (Source Bloomberg – Greece Govt Bonds 10yr). Ce taux a grimpé jusqu'à 37,1% le 2 mars 2012 (Source Bloomberg – Greece Govt Bonds 10yr).

**124.** Raymond BARRE, Premier ministre sous la présidence de Valéry GISCARD d'ESTAING, distinguait dans le cadre d'une publication parue en 1958 les différentes causes par lesquelles procède le pouvoir économique dans l'économie moderne, à savoir, « *tantôt il [le pouvoir privé économique] est originel et tient des facteurs de puissance incontestés tantôt il est dérivé, il naît d'un groupement et il dépend de la cohésion des membres du groupe du rôle que ceux-ci jouent dans l'économie, de l'audience qu'ils peuvent rencontrer dans l'opinion ou auprès des pouvoirs publics. Le premier est un pouvoir des forts tandis que le second est un pouvoir des faibles*<sup>394</sup> ». Selon cette distinction, force est de constater que le pouvoir détenu par les agences de notation est issu d'un facteur de puissance incontesté, du moins, jusqu'aux crises financières récentes qui ont eu pour conséquence, *inter alia*, de révéler au grand jour divers scandales touchant notamment aux conflits d'intérêts.

**125.** Cette situation apparaît assez cocasse quand il est rappelé que c'est la crise de 1929 qui eut pour conséquence notable de donner un rôle central aux agences de notation. Ces dernières étaient, alors, considérées par les pouvoirs publics comme des garde-fous financiers neutres<sup>395</sup>. C'est d'ailleurs en vertu de cette prétendue neutralité que ces structures se sont vu véritablement adouber par les **pouvoirs publics et privés de l'époque (Chapitre I)**, bien que cet adoubement apparaisse au regard des **récents scandales comme très controversé (Chapitre II)**.

---

<sup>394</sup> Raymond BARRE « *Quelques aspects de la régulation du pouvoir économique* », Revue économique, Volume 9, n°6, p 913. 1958. L'auteur, Premier Ministre sous la présidence de Valéry GISCARD D'ESTAING, était alors Professeur à la faculté de Droit et de sciences économiques de Caen.

<sup>395</sup>Franck PARTNOY "How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like other Gatekeepers", Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, p.7; 2006, San Diego Legal Studies Paper, No.07-46.

# Chapitre I :

## L'adoubement des agences de notation par les pouvoirs publics et privés

« Le fait de déléguer à ces agences de notation privées le jugement sur ce qui constitue un investissement sûr est sans précédent dans notre histoire et complètement injustifié au vu de leurs performances passées ». Association des banquiers du Missouri, 1936.

---

**126.** La compréhension de ce phénomène de délégation, dont la situation critique contemporaine se trouve être l'une des tristes conséquences, nécessite l'usage d'une méthode analytique et comparative des systèmes juridiques américains, européens et français tant dans le temps que dans l'espace. Au regard de la prépondérance du système américain<sup>396</sup> et de son caractère avant-gardiste, voire aventureux, concernant les agences de notation il est d'une importance capitale pour la pertinence de ces travaux que de s'arrêter plus longuement sur le cas américain afin d'appréhender les différents maux rattachés à ce secteur ainsi que d'en faire émerger les remèdes, et ce, dès la racine.

**127.** Ce qui peut être considéré comme un véritable pouvoir normatif de notation a pu être légalement attribué à de telles entités grâce, ou à cause, de l'action publique des divers législateurs des systèmes libéraux américains et européens qui ont consacré ce qui n'était jusqu'en 1929 qu'une simple opinion en véritable autorité de marché. Comme cela a été succinctement évoqué, au cours des chapitres précédents, ce pouvoir et cette influence des agences de notation est une conséquence directe de la crise boursière de 1929. En effet, la Grande Dépression a provoqué un tel marasme économique et social que le législateur américain a été contraint de prendre des mesures visant à redéfinir la réglementation bancaire

---

<sup>396</sup> Une illustration plus récente de cette prépondérance est l'adoption entre les années 2000 et 2005 des normes comptables internationales dites « IFRS », pour *international financial reporting standards* par l'Union Européenne. Voir notamment le Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales. Plus généralement sur la prépondérance de ce système voir aussi: Alain COURET, « Mondialisation et droit des sociétés: La structure juridique des entreprises (corporate governance) », p. 339 – 367, Revue Internationale de Droit Economique, tome XVI, 2002 ; Adde : Pierre-Henri CONAC, « La régulation américaine des agences de notation », Fédération Française des Sociétés d'Assurances, Risque : Les Cahiers de l'Assurance n°61, mars 2005.

et de marché afin de circonscrire une situation hémorragique devenue incontrôlable. C'est sous l'impulsion du Président Franklin DELANO ROOSEVELT, élu le 8 novembre 1932, que vont s'inscrire les premières réglementations destinées, d'une part, à soutenir « *celui que l'on oublie à la base de la pyramide économique* »<sup>397</sup>, à savoir, les tranches de la population les plus affectées par la crise, d'autre part, à réformer efficacement les marchés financiers et, enfin, à redynamiser l'économie américaine<sup>398</sup>.

**128.** Concernant la réforme des marchés financiers, la mesure phare adoptée dans le cadre du New Deal est sans conteste le Banking Act de 1933 (*Glass-Steagall Act*). Ce texte prévoit, entre autres, dans la Section 16 que « *les Banques qui dépendent de la Réserve Fédérale américaine ne peuvent investir, faire investir, traiter, sur des titres de capitaux ou de créance qui ne seraient pas approuvés par le Comptroller of the Currency* »<sup>399</sup> (*Contrôleur de la devise*) *selon la définition d'un titre en catégorie investissement*<sup>400</sup> ». C'est cette Section 16 du *Glass Steagall Act* qui va engendrer, selon les modalités qui seront détaillées dans le cadre de la prochaine section, l'attribution du rôle central et de la position d'arbitre prétendument neutre aux acteurs majeurs de notation<sup>401</sup>. Cette politique amorce ce qui représente un véritable adoubement des agences de notation, politique qui ne prendra fin qu'avec la prise de conscience de la nécessité de limiter l'influence de ces structures au regard de la récente crise des *subprimes* et des dettes souveraines<sup>402</sup>.

**129.** Cet adoubement interviendra toutefois à un moment quelque peu inopportun. Effectivement, à la suite de la crise boursière de 1929 le secteur de la notation de crédit connaissait un déclin prononcé, notamment, au regard du fait que les investisseurs, encore actifs, n'étaient plus trop intéressés par le secteur des titres de créance qui connaissait, alors, un

---

<sup>397</sup> Franklin DELANO ROOSEVELT, Allocution radiophonique, 7 avril 1932

<sup>398</sup> Président Franklin D. ROOSEVELT, Discours d'accession à la Présidence des Etats-Unis d'Amérique. C'est dans ce discours que FDR prononcera le désormais célèbre « *I pledge you, I pledge myself, to a new deal for the American people* », en français « *Je vous promets et je m'engage à une Nouvelle Donne pour le peuple américain* ».

<sup>399</sup> Rattaché au Département américain du Trésor, le Comptroller of the Currency a notamment pour rôle de « *réglementer et superviser toutes les banques sur le sol national, les caisses d'épargnes fédérales, ainsi que les succursales de banques étrangères* » et pour mission d' « *assurer que les banques et les caisses d'épargnes fonctionnent sainement et de façon diligente, la fourniture d'un accès équitable aux services financiers, le traitement équitable des clients, de veiller au respect des réglementations applicables* ». About the OCC. Site institutionnel de l'Office of the Comptroller of the Currency.

<sup>400</sup> Banking Act 1933, Public – N°66\_73D Congress, H.R. 5661 P.26, PUB.66, éd. Federal Reserve Bank of St. Louis

<sup>401</sup> Marc FLANDREAU & Joanna Kinga SLAWATYNIÉC, « *Understanding Rating Addiction: US Courts and the Origins of Rating Agencies' Regulatory Licence (1900-1940)* », p.3, The Graduate Institute Geneva, Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper N°: 11/2013

<sup>402</sup> Corinne CRAWFORD, Borough of Manhattan Community College, « *The Repeal of The Glass-Steagall Act and the Current Financial Crisis* », Journal of Business & Economics Research, Volume 9, n°1, p.132. January 2011

véritable écroulement. Mais encore, les performances des agences de notation étaient entachées de nombreuses déconvenues dans le secteur de la notation de titres de créances. Un cas tristement resté célèbre a impliqué le défaut de la société de chemin de fer dénommée *Chicago, Rock Island And Pacific Railroad*. Cette dernière se déclara en faillite le 7 juin 1933<sup>403</sup>, alors qu'elle bénéficiait dans les quelques jours qui précédèrent sa faillite d'une notation « Baa » de la part de Moody's<sup>404</sup>, soit une très bonne note - bien éloignée de celle qui devrait être émise en faveur d'une société à la veille d'un défaut. C'est dans cette situation compliquée que le Président ROOSEVELT prévoyait un avenir meilleur pour le redressement de son pays, attribuant, à cette fin, de lourdes responsabilités aux agences de notation, cela, alors même que ces dernières ne faisaient pas l'unanimité de la sphère politique et économique de l'époque. L'adoubement des agences de notation apparaît alors des plus inattendus, surtout quand « *pour prévoir l'avenir, il faut connaître le passé, car les événements de ce monde ont en tout temps des liens aux temps qui les ont précédés. Créés par les hommes animés des mêmes passions, ces événements doivent nécessairement avoir les mêmes résultats*<sup>405</sup> ».

**130.** Cette politique engagée par le Président ROOSEVELT, qui donnera leur légitimité aux agences de notation, sera poursuivie par ses successeurs à travers ce qu'il convient de nommer le « *delegated monitoring* » (**Section I**). Ces mesures seront confortées par les acteurs privés de marché au regard de l'évolution d'une pratique destinée à l'**externalisation de l'analyse de risque** (**Section II**).

---

<sup>403</sup> George H. DRURY, *The Historical Guide to North American Railroads : Histories Figures, and Feature of more than 160 Railroads Abandoned or Merged since 1930*, ps.87-93 Waukesha, Wisconsin, Ed. Kalmbach Publishing, 1994

<sup>404</sup> Barrie A. WIGMORE, *The Crash and Its Aftermath: A History of Securities Markets in the United States 1929-1933*, Table A.7 "Moody's Ratings for Railroad Bond Issues over \$40 Million Maturing after December 31<sup>st</sup>, 1950", p.590, Greenwood Publishing Group, 1985.

<sup>405</sup> Nicolas MACHIAVEL, *« Le Prince »*, 1532

---

## Section I :

### La politique publique de *delegated monitoring* : l'institutionnalisation d'une influence

---

**131.** Le *delegated monitoring*, qui peut se traduire comme la surveillance ou le contrôle délégué, consiste à « conférer aux agences de notation un rôle de régulateur<sup>406</sup> ». Comme cela a précédemment été observé, l'attribution de ce pouvoir de régulateur résulte en grande partie des diverses réglementations qui n'ont eu de cesse, à partir de 1929, que de faire appel à la notation comme garde-fou ou *gatekeeper*<sup>407</sup> des marchés pour juger de la qualité des titres qui y sont négociés. Ce phénomène a été indubitablement rendu possible par le désengagement des Etats comme filtre des marchés ainsi que par des législations faisant appel et se référant de plus en plus aux agences de notation pour créer des nouveaux standards d'accès aux marchés à l'exemple de la notation obligatoire que doivent obtenir certains titres pour se voir attribuer l'éligibilité à certains véhicules communs de placement ou pour pouvoir être favorablement considérés en garantie de certains encours.

**132.** Le *delegated monitoring* représente, en d'autres termes, une forme de complément substantiel d'encadrement des marchés par la sphère privée. C'est ce phénomène qui va amorcer ce qui peut être considéré comme un véritable processus de dépendance des Etats et de la finance mondiale aux agences de notation ; ce qui renvoie au tristement célèbre constat « *quand les agences de notation éternuent c'est le monde qui s'enrhume* ». C'est pourquoi dans le cadre d'une réflexion juridique qui repose, notamment, sur les moyens destinés à s'affranchir de

---

<sup>406</sup> Norbert GAILLARD, « *Quelles réformes pour l'industrie de la notation financière ?* », p.74, Revue d'économie Financière n°101, 2011/1

<sup>407</sup> Selon l'expression usitée par Franck PARTNOY dans sa publication dénommée "*How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like other Gatekeepers*", Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, p.7; 2006, San Diego Legal Studies Paper No.07-46

l'influence des agences de notation, il est indiscutablement nécessaire d'aborder ce qui a trait, d'une part, à l'émergence d'un pouvoir délégué (§1), que certains qualifient sans détour d'attribution de « *licence de régulateur*<sup>408</sup> », et d'autre part, à la création d'un statut consacrant une situation d'oligopole (§2).

## **§1) L'émergence d'un pouvoir délégué : L'attribution d'un pouvoir à forte concentration**

**133.** En 1936, à l'occasion de la cérémonie de clôture de sa 46<sup>e</sup> convention, l'Association des Banquiers du Missouri avait considéré au regard de l'influence croissante des agences de notation que « *le fait de déléguer à ces agences de notation privées le jugement sur ce qui constitue un investissement sûr est sans précédent dans notre histoire et complètement injustifié au vu de leurs performances passées*<sup>409</sup> ». Le constat implacable de cette association de professionnels du secteur bancaire faisait écho à l'émergence des premières réglementations prudentielles qui confèreraient aux agences de notation le rôle de véritable filtre de marché, voire de garde-fou de ce dernier, et procédait des premières inquiétudes sur l'aptitude de ces structures à pouvoir assurer une telle mission.

**134.** En effet, outre les dispositions prévues à la Section 16 du *Banking Act (Glass-Steagall Act)* de 1933, précédemment évoquées, qui consacrent la création d'une catégorie de titres dite « Catégorie Investissement ou *Investment Grade*<sup>410</sup> », la première référence à une telle catégorie afin de déterminer la qualité d'un titre est issue d'une recommandation technique de John William POLE, datée du 11 septembre 1931, lequel occupait alors la fonction de Comptroller of the Currency<sup>411</sup>. Cette recommandation renvoyait à la notation afin de permettre aux banques de déroger au modèle classique de « *mark to market*<sup>412</sup> » dans la valorisation de leurs

---

<sup>408</sup> Voir Marc FLANDREAU & Joanna Kinga SLAWATYNIENEC, « *Understanding Rating Addiction: US Courts and the Origins of Rating Agencies' Regulatory Licence (1900-1940)* », p.3, The Graduate Institute Geneva, Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper N°: 11/2013

<sup>409</sup> Resolution of the Missouri Bankers Association at its 46th annual convention, Kansas City, Mo., May 5, 1936

<sup>410</sup> Voir sur ce sujet la publication de Jerome S. FONS, « *Tracing the Origins of Investment Grade* », Moody's Special Comment, Moody's Investors Service Global Credit Research, January 2004. Cette publication retrace l'origine des différentes classes d'actifs à travers l'apparition de la catégorie « *Investment Grade* » qui définit les titres de créance de meilleure qualité, disponibles sur le marché.

<sup>411</sup> Voir précédente note, p.100 sur le rôle du Comptroller of the Currency.

<sup>412</sup> Le « *mark to market* » est un principe d'évaluation financier et ou comptable basé sur le prix du marché de l'actif évalué, ce dernier changeant chaque jour au grès dudit marché. Lorsque les conditions de marché ne le permettent pas, une valorisation fiable et prudente par rapport à un modèle « *mark-to-model* » peut alors être utilisé.

expositions sur les marchés obligataires au sein de leur bilan comptable. Cette mesure se justifiait au regard d'un marché qui, en plein été 1931, était en chute libre. Appliquer dans de telles circonstances une modélisation classique de « *mark-to-market* », dans la comptabilisation des titres obligataires, risquait de compromettre très sévèrement la solvabilité des banques, déjà fortement éprouvées depuis 1929. Dans cette hypothèse, les banques auraient dû reporter dans leur bilan des pertes massives alors que le cycle profondément baissier n'était, à l'origine, que conjoncturel et non structurel<sup>413</sup>, comme l'atteste la chute de la valorisation des obligations émises par l'Etat américain, les communes américaines et autres titres pouvant se prévaloir, alors, « *d'une des quatre premières catégories de notations des agences statistiques (agences de notation)*<sup>414</sup> ».

**135.** Force est de constater que le *Comptroller of Currency* ait, par ce biais, voulu circonscrire<sup>415</sup> l'hémorragie qui s'abattait alors sur les États-Unis, et ce, en tentant de limiter les potentielles faillites bancaires dont le nombre s'est élevé à plus de 9000, entre 1930 et 1933<sup>416</sup>. Toutefois, cette initiative de circonstance bien que louable dans la casuistique, à travers laquelle elle s'exprimait, n'apparaît pas moins critiquable quand elle est envisagée sur le long terme, surtout au regard de la crise récente des *subprimes*.

**136.** La recommandation de John William POLE sera institutionnalisée par l'adoption du *Glass-Steagall Act* de 1933<sup>417</sup> qui prévoit, notamment, dans sa Section 16 que « *Le commerce des valeurs mobilières de placement par l'association [national banking association] doit être limité à l'achat et la vente de ces titres uniquement sur l'ordre et pour le compte de clients, et en aucun cas pour compte propre [...] l'association peut acheter pour son compte propre des*

---

Le Comptroller of the Currency recommande dans sa communication du 11 septembre 1930 une valorisation des titres selon un modèle résultant du prix du marché et de la notation du titre. Voir au sujet du « *mark-to-market* » la note de l'AMF publiée le 8 août 2014 sur les Techniques d'atténuation des risques pour les contrats non compensés, dans le cadre des obligations prévue au titre du Règlement dit EMIR.

<sup>413</sup> Nouriel ROUBINI & Stephen MIHM, « *Crisis Economics* », p.135 -136, éd .Penguin Book 2011; Ben Shlomo BERNANKE, Economiste, ancien Président de la Reserve Fédérale Américaine, « *Essays on the Great Depression* », Princeton University Press, 2004

<sup>414</sup> « *New York Banks agree on Values* », Wall Street Journal, December 31, 1931, p.1 & p.5. Cet article est cité dans la publication de Marc FLANDREAU, Norbert GAILLARD et Franck PACKER « *Ratings Performance, Regulation and the Great Depression: Lessons from Foreign Government Securities* », CEPR Discussion Paper, March 2009.

<sup>415</sup> Il n'est pas certain que cette mesure ait pu réellement avoir d'impact positif sur la situation de crise contemporaine à cette dernière.

<sup>416</sup> Milton FRIEDMAN & Anna JACOBSON SCHWARTZ, « *A Monetary History of the United States, 1867-1960* », éd. Princeton University Press. 1971. « *les faillites ont engendré des pertes totalisant environ 2.5 milliards de US dollars pour les actionnaires, déposants et autres créanciers des plus de 9000 banques qui avaient suspendues leur activités pendant les quatre années à partir de 1930 jusqu'en 1933* » p.351.

<sup>417</sup> Voir point précédent sur cette réglementation p.100 et p.103.

*titres sous les limitations et restrictions fixées par le Comptroller of the Currency*<sup>418</sup>». Cette disposition, mise en parallèle avec celle du même texte évoquée dans les propos introductifs de la présente section, attribue au haut fonctionnaire l'opportunité de fixer le critère déterminant de la qualité d'un titre qui rentrerait dans la catégorie « *Investment Grade* ». En d'autres termes, avec l'adoption de cette réglementation, c'est l'avènement de la notion d'éligibilité rattachée aux instruments financiers qui est consacré. Cependant, le *Comptroller of the Currency* ayant délégué par sa recommandation du 11 septembre 1931 la valorisation des titres éligibles aux structures de notation, la qualité des fonds propres, des portefeuilles des banques ainsi que celle des investissements proposés aux investisseurs sera désormais déterminée par la notation.

**137.** Ainsi, se dessine le pourtour de ce qui sera appréhendé par la doctrine comme étant l'attribution d'une véritable « *licence réglementaire*<sup>419</sup> » en faveur des agences de notation. Les traits de ladite attribution ou plutôt de cette délégation, en référence à l'émergence de cette politique de « *delegated monitoring* », seront notablement accentués par l'adoption d'un Amendement du *Banking Act* de 1933, lequel a été promulgué au cours de l'année 1935<sup>420</sup>. Cette modification législative, intervenue quelques mois après la création de la Securities and Exchange Commission (SEC) par son acte fondateur, à savoir, le Securities Exchange Act de 1934<sup>421</sup>, viendra préciser, entre autres, que les banques américaines ne « *peuvent uniquement investir que dans des titres qui rentrent dans la définition des « titres en catégorie investissement » fixée par le Comptroller of the Currency* »<sup>422</sup>. Cet Amendement vise, aussi, à harmoniser l'application de la restriction instaurée sous l'impulsion du Haut fonctionnaire qui souhaitera souligner ce qu'il estimait comme étant des « *titres en catégorie investissement*<sup>423</sup> » à travers l'adoption d'une seconde réglementation.

**138.** En effet, James Francis Thaddeus O'CONNOR, lequel exerçait alors la haute fonction, prévoyait dans cette nouvelle réglementation promulguée le 15 février 1935 qu'« *en vertu de l'autorité conférée au Comptroller of the Currency [...] le règlement suivant vise à appliquer des nouvelles limitations et restrictions sur l'achat et la vente de titres pour les opérations en compte propre des banques[...] L'achat de titres en catégorie investissement dont la caractéristique prédominante de l'investissement est la spéculation, ou le titre en catégorie*

---

<sup>418</sup> Banking Act 1933, Public – N°66\_L 73D Congress, H.R. 5661 P.26, PUB.66, éd. Federal Reserve Bank of St. Louis

<sup>419</sup> Frank PARTNOY, «*How and Why Credit Rating Agencies Are Not like Other Gatekeepers*», p.3. University of San Diego, Legal Studies Research Paper Series, May 2006

<sup>420</sup> Banking Act of 1935 (P.L. 74-305, 49 STAT. 684) enacted August 23<sup>rd</sup>, 1935

<sup>421</sup> Securities Exchange Act of 1934 (Pub. L. 73-291, 48 Stat.881) enacted on June 6<sup>th</sup>, 1934.

<sup>422</sup> Section 308 of the Banking Act of 1935, Paragraph 7 - Section 5136 of the Revised Statutes of the US

<sup>423</sup> Ibidem

*investissement d'un niveau inférieur aux standards requis et qui auraient pour caractéristique prédominante la spéculation sont interdits* »<sup>424</sup>. Afin de définir ce qu'il considérait par les divers termes usités dans cette partie, qui pourraient être sujet à de trop grandes interprétations, J.F.T.O'CONNOR précisait que « *Les termes employés ci-dessus pourront être trouvés dans les manuels reconnus de notation, et lorsqu'il y aura un doute sur l'éligibilité d'un titre à l'achat, cette éligibilité devra être confrontée avec, au moins, deux manuels de notation* ». Par cette appellation de manuels de notations, il faut comprendre les registres, publications périodiques et annuelles des acteurs dominants de ce secteur, lesquels étaient déjà Poor's Publishing, Standard Statistics, Fitch Publishing et Moody's<sup>425</sup>.

**139.** C'est à la suite de cette évolution réglementaire et dans le cadre d'un Avis public d'information relatif au placement de Bons du Trésor américain, émis en date du 26 février 1936, qu'une note d'un Agent de la Reserve Fédérale de New York attirait l'attention des diverses Banques de l'Etat afin que ces dernières soient bien informées des limitations dans le placement et la distribution de ces Bons du Trésor et de tout autre Titre de créance. Cela, pour que le standard des titres en catégorie Investissement soit parfaitement respecté<sup>426</sup>. D'autres émissions obligataires suivront et les acteurs de marché reprendront les mêmes standards issus des publications des agences de notation afin d'appréhender la qualité desdits titres de créance.

**140.** L'ensemble des dispositions et textes susmentionnés démontrent bien l'ancrage de la notation au sein de la réglementation bancaire et financière américaine, laquelle sera déclinée à différents degrés du côté européen de l'Atlantique. De plus, cette dynamique du régulateur américain peut donc être considérée comme une véritable délégation de pouvoir attribuée<sup>427</sup> en faveur des quatre grandes agences de notation de l'époque afin que ces dernières puissent, à travers leurs notations, agir comme filtre du Marché tout en instaurant des standards dans la

---

<sup>424</sup> Regulations governing the Purchase of Investment Securities, and Further Defining the Term « Investment Securities » as used in Section 5136 of the Revised Statutes as Amended by the « Banking Act of 1935 ». Section II issued by the Comptroller of the Currency of the United States of America, Washington, February 15<sup>th</sup>, 1936 “By virtue of the authority vested in the Comptroller of the Currency [...] Paragraph 7 of Section 5136 of the Revised Statutes, the following regulation is promulgated as to further limitations and restrictions on the purchase and sales of investments securities for the bank's own account, supplemental to the specific limitations and restrictions of the statute [...] The purchase of “Investment Securities” in which the investment characteristic and predominantly speculative, or “investment securities” of a lower designated standard than those which are distinctly and predominantly speculative is prohibited”.

<sup>425</sup> Gilbert HAROLD, “ *Bond Ratings as an Investment Guide*”, New York Ronald Press (1938), p. 12

<sup>426</sup> J.H.CASE, Federal Reserve Agent, *Letter related to a “Public Notice of Offering of \$50,000,000, or thereabouts, of Treasury Bills Dated February 26, 1936 Maturing November 25, 1936 – Circular N°1643”*, Federal Reserve Bank of New York, February 25, 1936

<sup>427</sup> Marc FLANDREAU & Joanna Kinga SLAWATYNYEC, “ *Understanding Rating Addiction: US Courts and the Origins of Rating Agencies' Regulatory Licence (1900-1940)*”, p.3, The Graduate Institute Geneva, Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper N°: 11/2013

gestion des portefeuilles, dits « pour compte propre », des banques visant en théorie à limiter les faillites bancaires.

**141.** Bien qu'il puisse être considéré que le *Glass-Steagall Act* de 1933 ait été abrogé en 1999, seules les principales dispositions qui permettaient de « *couper les banques en deux* <sup>428</sup>», ou autrement dit, celles relatives à la séparation entre la Banque de détail et la Banque d'investissement, ont été purgées de ce dispositif qui était le symbole historique de la reprise américaine face à la Grande dépression de 1929. Cette abrogation réclamée depuis plusieurs années par les principaux Banquiers de Wall Street, à l'instar de Goldman Sachs et Merrill Lynch<sup>429</sup>, a été rendue possible grâce ou à cause du très fort militantisme du Président Bill CLINTON pour l'adoption du *Gram-Leach-Bliley Act*, aussi connu sous le nom du *Financial Services Modernization Act*<sup>430</sup>, afin, notamment, que le conglomérat bancaire Citigroup puisse voir le jour<sup>431</sup>. L'adoption de cette nouvelle réglementation permettait, en outre, aux groupes bancaires américains de faire concurrence aux conglomérats bancaires européens lesquels n'étaient plus freinés dans leur stratégie commerciale par la séparation obligatoire entre la banque de détail et celle d'investissement<sup>432</sup>. En France, il est à noter que la fusion entre les banques de dépôts et les banques d'affaires a été rendue possible dès le 24 janvier 1984 par la signature du décret de promulgation, par le Président François MITTERAND, de la Loi *relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit*<sup>433</sup>. Cette loi qui est plus connue sous l'appellation de *Loi Bancaire de 1984* a introduit le Principe d'Universalité du secteur

---

<sup>428</sup> Alain GOURIO « *L'adoption de la loi du 24 janvier 1984* », p.7&8, Banque & Droit –Hors-Série, Mars 2014

<sup>429</sup> Joseph E.STIGLITZ, « *The most important consequence of the real of the Glass Steagall* », Capitalist Fools, Vanity Fair, January 2009

<sup>430</sup> Financial Services Modernization Act of 1999, Pub.L.106-102, 113 Stat.1338, November 12<sup>th</sup>, 1999

<sup>431</sup> Voir à ce sujet, Amey STONE & Mike BREWSTER, « *King of Capital: Sandy Weill and the Making of Citigroup* », Pub.Wiley, June 11<sup>th</sup>, 2002. Cet ouvrage dresse un constat de la gouvernance de Sandy WEILL à la tête du géant Bancaire Citigroup (avant fusion Citicorp). Ce dernier a exercé au sein de cette structure les fonctions de Chief Executive Officer puis Chairman, respectivement de 1998 à Octobre 2003 et d'Octobre 2003 à Avril 2006. C'est notamment sous son instigation que s'est réalisé la fusion entre les divers groupes bancaires et multiservices ayant conduit à la formation du conglomérat Citigroup. En effet, en 1998 les fusions entre les compagnies d'assurances, les banques d'investissements et les banques commerciales étaient interdites par les dispositions du Glass Steagall Act de 1933. Cependant l'opération a bénéficié d'une dérogation de la Reserve Federale Américaine en provision du Financial Servces Modernization Act qui allait être présenté au Congrès dans les prochains mois suivants la fusion. Il est intéressant de constater que dans une interview accordée au média américain CNBC, le 25 juillet 2012 à l'occasion de l'émission « Squawk Box », Sandy WEILL s'est clairement prononcé en faveur du retour d'une réglementation de type Glass Steagall Act de 1933.

<sup>432</sup> Régis de LAROUILLIERE « *Réglementation bancaire mondiale : vers une version modernisée du Glass Steagall act ?* », p.22, Revue Banque n°713, mai 2009, publié le 15 juin 2009. « *Le Glass-Steagall Act avait été progressivement contesté à partir du milieu des années 1970, en ce qu'il ne permettait pas de créer de grands établissements analogues aux banques universelles européennes, notamment françaises* »

<sup>433</sup> Loi bancaire de 1984, ou loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit.

bancaire<sup>434</sup>. Ce nouveau modèle de banque parfois critiqué pour ne pas isoler les différents risques financiers encourus, assujettissant ainsi le client de la banque de détail aux mêmes risques que celui d'une banque d'investissement, semble depuis avoir gagné en réputation. En effet, ce modèle de banque universelle semble d'ailleurs être ressorti « *renforcé, légitimé de la crise, comme étant le seul à pouvoir absorber des pertes.* »<sup>435</sup>»

**142.** Toutefois, les dispositifs réglementaires multipliant les références aux notations et aux agences, elles-mêmes, n'ont pas subi d'altérations issues de l'abrogation du *Glass Steagall Act*, bien au contraire. En effet, si les règles imposées par le *Comptroller of the Currency* représentaient une réglementation venant compléter le *Glass Steagall*, et les textes venus amender ce dernier, lesdites règles n'en demeuraient pas moins indépendantes quant à leur application. Ainsi les agences de notation ont vu entre 1933 et les années 2007 et 2008, années amorçant l'ère de la crise des *subprimes* immédiatement suivie par la crise des dettes souveraines, sensiblement croître leur influence sur la finance mondialisée, et ce, surtout en raison de l'apparition d'un statut particulier qui leur a été conféré dans les années 1970, lequel représente la véritable consécration d'un oligopole détenu par le contemporain « *Big Three* ».

## **§2) La consécration d'un oligopole : La création du statut de NRSRO**

**143.** Depuis 1933, si les réglementations ont été nombreuses à faire appel à la notation, afin que cette dernière puisse être utilisée comme filtre du marché, il faudra attendre 1975<sup>436</sup> pour que les structures émettrices puissent voir apparaître un semblant de règlement qui leur sera rattaché. Toutefois, loin de limiter l'influence desdites structures au sein d'un marché financier organisé, ce texte va s'avérer être l'onction qui consacre la dépendance du système financier contemporain à un petit nombre d'Entités, répondant seules, ou presque, à la demande croissante de notation. Ainsi rattachée aux modélisations de marché d'Antoine-Augustin

---

<sup>434</sup> Alain GOURIO, op.cit.

<sup>435</sup> Anne-Catherine MULLER, « *La sécurisation du système bancaire et financier* », Revue de Droit bancaire et financier n° 6, dossier 46, Novembre 2014.

<sup>436</sup>SEC, « *Adoption of Amendments to Rule 15c3-1 and Adoption of Alternative Net Capital Requirement for Certain Brokers and Dealers* », Exchange Act Release 34-11497 of June 26, 1975; 40 Federal Register n°29795 of July 16, 1975.

COURNOT<sup>437</sup>, le régulateur des marchés financiers américain, par l'adoption d'une nouvelle règle, venait de consacrer ce qui peut être considéré comme étant un véritable oligopole.

**144.** En effet, c'est la Securities and Exchange Commission (SEC) qui par l'adoption le 16 juillet 1975 d'une réglementation, portant sur les exigences de fonds propres de certaines banques et courtiers d'instruments financiers<sup>438</sup>, va conférer aux agences de notation<sup>439</sup> le statut de *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* ou « *NRSRO* ». Le gendarme de la bourse américain justifiait la création de ce statut en reconnaissant « *qu'au fil du temps, au regard de la dépendance croissante du marché et de la réglementation à la notation, l'utilisation par la Commission (SEC) du concept NRSRO comme un véritable délégué ou fondé de pouvoir pour les décisions réglementaires attenantes à la liquidité et à la solvabilité est devenu plus répandu* <sup>440</sup>». Bien que la SEC ait maintes fois tenté de se décharger de la responsabilité d'avoir promu, à travers le *delegated monitoring*, l'usage des notations émises par les trois principales agences, en indiquant qu'au « *moment de l'adoption la statut de « NRSRO » par la SEC certains marchés boursiers à l'instar du New York Stock Exchange (NYSE) utilisaient déjà la notation pour évaluer et valoriser leurs fonds propres en fonction, notamment, du « mark to model » que permet la notation* <sup>441</sup>», cette Autorité a néanmoins intégré le statut réglementaire de « *NRSRO* » dans diverses strates du droit des marchés financiers américain relatif aux Titres «*Federal Securities Laws*<sup>442</sup>». Qui plus est, la Commission oublie de préciser que cet usage a été institutionnalisé depuis 1931 par le *Comptroller of the Currency*<sup>443</sup>, lequel était détenteur des pouvoirs d'Autorité des marchés

---

<sup>437</sup> Auguste-Antoine COURNOT, «*Recherches sur les Principes Mathématiques de la Théories des richesses*» Chapitre 7, rééd. Hachette, 1938. COURNOT est l'un des premiers mathématiciens et économistes à avoir modélisé l'offre et la demande sous la forme de divers marchés, selon si sur ces derniers la concurrence est purement libre, ou cette dernière est restreinte à un monopole, un duopole et un oligopole.

<sup>438</sup> Ibidem, -Voir le Code des Réglementations Fédérales (CFR) concernant la réglementation intitulée «*Uniform Net Capital Rule*» disponible sur le site la Faculté de Droit de l'Université de Cornell.

<sup>439</sup> SEC, Secretary Jonathan G. KATZ «*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*», Release Nos. 33-7085; 34-34616; IC-20508; International Series Release No. 706) *August 31st, 1994*, p.8 et note de bas de page n°20. En 1975, sept agences se sont vues accordées le statut de NRSRO, à savoir, (1) Standard & Poor's; (2) Moody's; (3) Eitch; (4) Duff & Phelps, Inc. ("Duff & Phelps"); (5) Thomson Bankwatch, Inc. ("BankWatch"); (6) IBCA Limited (qui deviendra Fitch), et (7) McCarthy, Crisanti & Maffei, Inc. ("McCarthy") laquelle sera rachetée par Duff & Phelps le 7 février 1981.

<sup>440</sup> SEC, 17 CFR Part 240, Margaret H. McFARLAND, «*Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization*», p.6, April 19, 2005. «*Over time, as marketplace and regulatory reliance on credit ratings increased, the Commission's use of the NRSRO concept as a proxy for regulatory determinations of liquidity and creditworthiness became more widespread*».

<sup>441</sup> Ibidem, p.6, note de bas de page n°9

<sup>442</sup> Corpus législatifs et réglementaire américain, concernant les marches d'instruments financiers, composé du Securities Act of 1933 jusqu'au Jumpstart our Business Startups Act of 2012, en passant par le Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010.

<sup>443</sup> Voir paragraphe précédent intitulé : *L'émergence d'un pouvoir délégué : L'attribution d'un pouvoir à forte concentration*

financiers jusqu'à l'attribution desdits pouvoirs en faveur de la SEC en 1934. De ce fait, la SEC consacre, en 1975, les acteurs oligopolistiques d'un système basé sur la notation qu'elle a en grande partie mis en place.

**145.** Comme il a déjà pu être constaté précédemment, plusieurs règlements émis par la SEC, qui découlent du *Glass Steagall Act* de 1933, du *Securities Exchange Act* de 1934, et de l'*Investment Company Act* de 1940, font appel à la notation. A partir de 1975, ces règlements vont faire usage du statut de « NRSRO » pour consacrer les émetteurs de cette notation. Ce statut renvoie donc à la « *Net Capital Rule* » de 1975, laquelle est une réglementation prudentielle, destinée aux acteurs financiers susmentionnés, qui établit un ratio maximal autorisé entre l'ensemble des actifs totaux détenus par un établissement financier et les fonds propres de ce dernier<sup>444</sup>, ce ratio étant modélisé à partir des notations obtenues pour les différents titres composant l'exposition dudit établissement<sup>445</sup>.

**146.** Aussi, quelques exemples des règlements promulgués par la SEC permettent d'apprécier le degré très important de cette véritable dépendance de la réglementation financière aux agences de notation. Par exemple, l'article 2 bis-7 de l'*Investment Company Act* de 1991 dispose que les fonds d'investissement monétaires (équivalent par exemple aux OPCVM monétaires français) « *ne peuvent investir dans des instruments financiers à court terme, et ce, seulement si ces derniers sont de haute qualité* »<sup>446</sup>. Dans ce cas, c'est la notation issue des NRSROs qui sera utilisée comme référence pour établir « *les normes de qualité minimum rattachée à cet investissement* »<sup>447</sup>, la note minimum d'A1 sera le standard applicable pour ce type de titre. Mais encore, conformément à l'article 2 bis-7, un fonds monétaire ne peut investir que sur des titres notés par un NRSRO, qui plus est ces derniers « *doivent bénéficier d'une notation figurant dans les deux catégories de notation les plus élevées pour ce qui est des titres de créances à court terme* »<sup>448</sup> (ou des titres non notés de qualité similaire), d'autre part la

---

<sup>444</sup> Voir sur ce sujet Jürg BLUM, "Do Capital Adequacy Requirements Reduce Risks in Banking?", *Journal of Banking & Finance* 23, 1999, 766-771, p.757, qui permet de comprendre en quoi la mise en place d'une réglementation prudentielle américaine s'appuyant sur la notation pour l'évaluation du risque de solvabilité, préfigure la mise en place du Ratio Cooke et des futurs accords de Bâle I, II et III. La réglementation issue du Comité de Bâle fera d'ailleurs l'objet d'un chapitre dédié dans la Partie II des présents travaux.

<sup>445</sup> C'est le principe de l'évaluation en « *mark to model* », voir note de bas de page n°412

<sup>446</sup> Investment Company Act of 1940 Rule 2a-7(c)(3), qui limite les fonds monétaires à l'acquisition des Titres dit "Eligible Securities" (17 CFR § 270.2a-7(c)(3)).

<sup>447</sup> SEC, 17 CFR Part 240, Margaret H. McFARLAND, Op.Cit., p.7

<sup>448</sup> Investment Company Act of 1940 Rule 2a-7(a)(10) qui vient définir la notation de "Eligible Security" (ou Titres éligible) comme un titre ayant reçu une notation dans les deux catégories les plus élevées de notation (17 CFR § 270.2a-7(a)(10)).

détention des titres non notés est limitée et doit faire l'objet d'une déclaration auprès de la SEC<sup>449</sup>

**147.** Cependant, l'apport réglementaire ayant engendré cette situation de dépendance ne va pas se restreindre au seul gendarme de la bourse américain. En effet, le Congrès américain a lui aussi fait intégrer le concept de NRSRO au sein d'un large éventail de législation financière. Ainsi, lorsque le Congrès a voulu définir les titres adossés à des créances hypothécaires à la section 3 (a) (41) de l'*Exchange Act* de 1934, modifié par le *Enhancement Act* de 1984<sup>450</sup>, relatif au marché hypothécaire secondaire, il fallait « *entre autres choses, que ces titres soient notés dans l'une des deux meilleures catégories de notation par au moins un NRSRO* <sup>451</sup> ». Par la suite, le Congrès a ajouté le concept de NRSRO à la majeure partie des réglementations pouvant porter, notamment, sur la titrisation, les fonds propres, l'éligibilité des titres dans le cadre de la gestion de portefeuilles d'assurance vie<sup>452</sup>, la gestion des fonds de pension public ou privé<sup>453</sup>. Selon une étude du Professeur Frank PARTNOY publiée en 1999 dans la revue trimestrielle de droit de l'Université de Washington, il y aurait, dans la base de données juridique LexisNexis, plus de 1000 références aux NRSROs dans le cadre de réglementations qui avaient trait aux instruments financiers et pas loin de 400 concernant les Banques<sup>454</sup>. Un

---

<sup>449</sup> Investment Company Act of 1940 Rule 2a-7(a)(10) qui vient définir la notation de "Eligible Security" (ou Titres éligible) comme un titre ayant reçu une notation dans les deux catégories les plus élevées de notation. (17 CFR § 270.2a-7(a)(10)); and Rule 2a-7(c)(4)(C) (limiting a money market fund to investing no more than one percent of its assets in any individual security and no more than five percent of its total assets in all securities that are "Second Tier" securities)

<sup>450</sup> Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984, Pub.L.98-440. Ce texte prévoit que « *les titres adossés à des créances hypothécaires (mortgage-backed securities) ayant une notation minimum de AA sont des investissements éligibles et autorisés, équivalents aux bons du Trésor ou autre titres de créances émis par le Gouvernement Fédéral. Ces dispositions s'appliquent aux Banques (Banques d'Épargne, Caisses de retraites, Fonds de pensions, etc.) sous le contrôle du Gouvernement fédéral et des états fédéraux [...].* » En d'autre terme, le Congrès affirme d'un titre de créance noté AA émis, par exemple, par Clayton Home détient la même garantie d'un bon du Trésor de l'Etat Américain lui-même noté AA par une NRSRO.

<sup>451</sup> SEC, Secretary Elizabeth M. Murphy "Commission Guidance Regarding Definitions of Mortgage Related Security and Small Business Related Security", 17 CFR PART 241 Release No. 34-67448; File No. S7-06-12, p.6, July 17<sup>th</sup>, 2012.

<sup>452</sup> Zvi BODIE, "On Asset-Liability Matching and Federal Deposit and Pension Insurance" Federal Reserve Bank of St.Louis, Review, P.326, July/August 2006

<sup>453</sup> Comme il sera analysé dans le Chapitre suivant, cette réglementation sur l'éligibilité des titres pour la gestion des fonds de pension a conduit à de nombreuses perte, notamment par des fonds de fonctionnaires, à l'exemple du *California Public Employees' Retirement System*, Caisse des Fonctionnaires de l'Etat de Californie. Ledit Fonds aurait perdu près de USD 800 million sur des titres de créances, de types *subprimes*, pourtant notés en catégorie investissement par les trois NRSRO. Voir l'article de Gretchen MORGENSON, "Pension Funds, Dancing a Two-Steps with Ratings Firm", New York Times June 14<sup>th</sup>, 2014, & CalPERS Official Statement "CalPERS Allowed to Proceed with Lawsuite Against Ratings Firms", Septembre 11<sup>th</sup>, 2014. Voir aussi, la note n°450

<sup>454</sup> Frank PARTNOY, "The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies", Washington University Law Quarterly, .p.694, Vol.77 : 619, n °3 1999. "[...] the number of citations to NRSROs appearing in each of five LEXIS-NEXIS databases, for securities, pension, banking, real estate, and insurance regulation. The growth since the early 1970s and the sheer number of citations—more than 1,000 for securities alone—is striking [...]"

phénomène encore plus intéressant, voire stupéfiant, à analyser est celui de l'usage des notations émises par les NRSROs dans un cadre externe à celui de la finance ou à l'économie de marché. Effectivement, le régulateur américain a étendu l'usage de la notation à des domaines parfois insoupçonnables, à l'exemple de l'Education. C'est, en outre, ce qui est prévu par dans le Titre IV, modifié, du *Higher Education Act* de 1965<sup>455</sup>, qui prévoit que le *U.S. Department of Education* (équivalent du Ministère de l'Education, en France) fasse usage de la notation émise par les NRSROs pour définir un standard de responsabilité financière pour les institutions qui voudraient participer au « *Student Financial Assistance Programs* », sorte de financement privé de certains programmes universitaires. Ainsi, le Ministère de l'Education américain, sur les bases de ces notations, pourra déterminer la solvabilité d'une personne privée afin de déterminer si cette dernière sera en mesure de respecter ses obligations aux termes de la convention de financement qu'elle pourrait éventuellement signer avec une université américaine<sup>456</sup>.

**148.** Il est important de rappeler<sup>457</sup>, qu'en 1975 le statut de NRSRO a été accordé à sept agences de notation, à savoir, (1) Standard & Poor's; (2) Moody's; (3) Fitch; (4) Duff & Phelps, Inc. ("Duff & Phelps"); (5) Thomson Bankwatch, Inc. ("BankWatch"); (6) IBCA Limited (qui deviendra Fitch), et (7) McCarthy, Crisanti & Maffei, Inc. ("McCarthy") laquelle sera rachetée par Duff & Phelps le 7 février 1981. Au cours de l'été 1997, IBCA, alors propriété de la holding française FIMALAC (Financière Marc Ladreit de Lacharrière), a racheté les activités et le nom de Fitch. De cette acquisition est née le Groupe Fitch IBCA. Au cours de l'année 2000, Fitch IBCA qui souhaitait prendre plus de poids sur le marché de la notation, déjà dominé par Standard & Poor's et Moody's, a racheté Duff & Phelps, Inc et Thomson Bankwatch, Inc., ce qui en fit le troisième acteur mondiale de la notation<sup>458</sup>. Cette politique de développement de « la Française », qui peut être qualifiée de politique anthropophagique<sup>459</sup>, a inévitablement réduit le nombre de NRSRO au nombre de trois à la fin de l'année 2000. Ce nombre est resté constant jusqu'en 2003, date à laquelle la SEC a attribué le précieux sésame à l'agence DBRS,

---

<sup>455</sup> Higher Education Act of 1965 (HEA) Pub.L. 89-329 79 Stat.1219, 20 U.S.C. 1070 et seq. and 42 U.S.C. 2751 et seq., 34 CFR 668.15(b)(7)(ii) and (8)(ii). Le Programme instauré par cette réglementation a expiré en 2013. Les NRSRO ne sont, à ce jour, plus utilisées dans le cadre de ces dispositions réglementaires issues du texte précité.

<sup>456</sup> SEC, Deputy Secretary Margaret H. McFARLAND "Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organisation", 17 CFR Part 240 Release Nos. 33-8570; 34-51572; IC-26834; File No. S7-04-05] RIN 3235-AH28, p.8, April 19<sup>th</sup>, 2005.

<sup>457</sup> En référence à la note N°439

<sup>458</sup> Marc LADREIT DE LACHARRIERE, "Le droit de noter", p 28 à 31. éd Grasset. Octobre 2012

<sup>459</sup> Qui n'a sur ce terrain rien à envier à ses concurrents américains, lesquels ont procédé à plus d'une vingtaine d'acquisitions d'agences de notation pour la seule période entre 2000 et 2008.

puis en 2005, à l'agence A.M. Best. D'après une certaine Doctrine, ces autorisations ont été attribuées au lendemain de la crise Enron et à la suite de nombreuses critiques de parlementaires américains<sup>460</sup> sur le manque de concurrence patent que connaissait, et que connaît toujours, ce secteur institutionnalisé par la SEC<sup>461</sup>.

**149.** D'autre part, la consécration de ces agences de notation par le régulateur américain des marchés financiers a engagé une certaine réplique de ces règlements et donc de cette dépendance, sur les marchés européens et les Etats membres de l'Union européenne. Comme l'a très justement souligné le Professeur Pierre-Henri CONAC « *le droit boursier américain sert souvent, en raison de son ancienneté et de l'importance des marchés financiers américains, de modèle ou de référence à de nombreux pays étrangers, y compris la France* »<sup>462</sup>.

**150.** C'est ainsi que la réplique de l'institutionnalisation de ces structures a, notamment, été réalisée par le droit communautaire via l'adoption d'une réglementation dénommée « *Capital Requirements Directive* » ou « CRD », paquet législatif européen successif composé de ce qui est communément appelé « CRD I<sup>463</sup>, CRD II<sup>464</sup> et CRD III<sup>465</sup> », lequel a été abrogé par un nouveau paquet législatif appelé « CRD IV<sup>466</sup> », adopté le 26 juin 2014 par le Parlement européen et le Conseil. C'est depuis l'adoption du premier de ces paquets avec la Directive du 14 décembre 2006 que les Banques sont autorisées, « *pour déterminer leurs fonds propres réglementaires, à utiliser soit leur système interne d'évaluation, soit une méthode dite standard basée sur les notations émises par des « organismes externes d'évaluation de crédit », dits « OEEC° »* ». Outre la création d'un statut équivalent à celui du NRSRO américain, le législateur communautaire va plus loin en précisant même qu'« *un organisme ne peut être*

---

<sup>460</sup> Joseph I. LIEBERMAN (Sen.Dem) & Freddie D. THOMPSON (Sen.Rep.): « *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private Sector Watchdogs* » U.S. Senate Committee on Homeland Security & Governmental Affairs, Statement of Chairman, October 7<sup>th</sup>, 2007.

<sup>461</sup> Lawrence J. WHITE, « *Credit Rating Agencies: An Overview* » Annual Review of Financial Economics p.17, July 19<sup>th</sup>, 2013.

<sup>462</sup> Pierre-Henri CONAC, « *La régulation américaine des agences de notation* », Fédération Française des Sociétés d'Assurances, Risque : Les Cahiers de l'Assurance n°61, mars 2005.

<sup>463</sup> Principalement composé des Directive 2006/48/CE et 2006/49/CE, portant sur l'adéquation des fonds propres pour les institutions de crédit et les entreprises d'investissement. Ces Directives ont été adoptées officiellement le 14 juin 2006 et ont été publiées au Journal officiel le 30 juin 2006 et sont entrées en vigueur le 20 juillet 2006

<sup>464</sup> Composé de la Directive 2009/111/CE, laquelle fait partie, avec les directives 2009/27/CE et 2009/83/CE, du deuxième paquet législatif visant à garantir la solidité financière des banques et des entreprises d'investissement.

<sup>465</sup> Composé principalement de la Directive 2010/76/UE, adoptée le 24 novembre 2010 par le Conseil et le Parlement européen, portant sur les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations et sur la surveillance prudentielle des politiques de rémunération.

<sup>466</sup> Composé de la Directive 2013/36/EU concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et du Règlement (EU) n°575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement.

*inscrit sur cette liste que si son activité et son expérience en matière d'évaluation du crédit sont de nature à assurer la crédibilité de ses évaluations, s'il procède régulièrement au réexamen de celles-ci et si ses méthodes répondent à des conditions d'objectivité, d'indépendance, de constance et de transparence.* <sup>467</sup> ». Ce nouveau statut s'avère donc être, en principe, le sceau Communautaire garantissant la probité ainsi que la qualité des structures qui se verraient honorées de l'attribution d'un tel statut. C'est ainsi qu'en août 2006 les autorités de contrôle européennes ont annoncé que trois agences de notation, Fitch Ratings, Standard & Poor's Ratings Services et Moody's Investors Service remplissaient les critères de la CRD<sup>468</sup>, en conséquence de quoi ces structures se voyaient accorder le statut de OEEC.

**151.** En France, la transposition de cette réglementation européenne, d'influence américaine, se retrouve dans le Code monétaire et financier qui prévoit à l'article L 511-44 que l'« *Autorité de contrôle prudentiel et de résolution établit et tient à jour la liste des organismes externes d'évaluation de crédit dont les évaluations peuvent être utilisées par les établissements de crédit, les sociétés de financement et les entreprises d'investissement pour les besoins de la mise en œuvre de la réglementation prévue par l'article L. 511-41. Elle précise pour chaque organisme les échelons de qualité de crédit auxquelles correspondent les évaluations réalisées.* ». Un autre exemple de cette consécration réglementaire par les pouvoirs publics, en France, se retrouve à travers la notion l'éligibilité des titres au sein d'une trésorerie en ce qu'il est considéré « *qu'un instrument du marché monétaire n'est pas de haute qualité de crédit s'il ne détient pas au moins l'une des deux meilleures notations court terme déterminée par chacune des agences de notation reconnues qui ont noté l'instrument.* »<sup>469</sup>

**152.** Le 3 juin 2014, ces organismes externes d'évaluation de crédit autorisés par l'Autorité de Contrôle Prudentiel étaient au nombre de six, à savoir (1) la Banque de France, (2) Dominion

---

<sup>467</sup> Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006, art.81 al.2

<sup>468</sup> AMF, Rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation, p.13. 17 janvier 2008

<sup>469</sup> AMF, « *Position AMF n°2011-13 relative au classement des OPCVM en équivalent de trésorerie* » P.8. 23 septembre 2011. Cette position de l'AMF était, en outre, destinée à effectuer une mise à jour des critères d'analyse technique habituellement utilisés par les gérants de fonds et autres professionnels de la gestion dans la sélection des sous-jacents éligibles aux OPCVM et autres véhicules de placement collectifs, et ce, à travers l'adoption de nouveaux standards et de marqueurs objectifs. Ces derniers tenaient compte des nouvelles classifications d'OPCVM établies par le Comité européen des superviseurs de marché (CESR – autorité qui deviendra à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2011 l'Autorité européenne des marchés financiers(ESMA)) applicables en 2011. Pour qu'ils puissent être considéré comme un « équivalent de trésorerie » ledit investissement doit respecter quatre critères, parmi lesquels figurent le quatrième critère qui n'est autre que celui qui implique que pour être considéré comme un « équivalent de trésorerie » le placement doit être soumis à un risque non négligeable.

Bond Rating Services, (3) Fitch Ratings, (4) Japan Credit Rating Agency, (5) Moody's Investors Services et (6) Standard & Poor's Ratings Services<sup>470</sup>.

**153.** Il est à noter qu'au-delà la réglementation de la SEC, qui semble avoir très largement inspiré le législateur européen, l'ensemble de ces paquets réglementaires a été réalisé sous l'impulsion du Comité de Bâle. Lequel, après la crise des *subprimes*, était censé travailler sur la réduction de l'influence des agences de notation, et ce, alors qu'il peut être constaté à la lecture des dernières réglementations<sup>471</sup>, sur ce domaine, un renforcement, si ce n'est un encensement *de facto*, du pouvoir quasi-réglementaire rattaché à ces structures. Ce point important lié à la réglementation d'après-crise relatif aux agences de notation fera, notamment, l'objet d'un examen approfondi dans la Partie suivante<sup>472</sup>.

**154.** Ces divers éléments démontrent bien la consécration de ce qui peut être incontestablement qualifié d'oligopole. A ce titre, cette situation de marché peut par nature porter à bon nombre d'interrogations rattachables au droit de la concurrence portant sur le contrôle des concentrations et les abus de positions dominantes. Mais encore ces interrogations deviennent encore plus pertinentes, lorsque cette situation de position dominante, sur le marché de la notation, est mise en parallèle, dans un cadre européen, avec les articles 101 et 102 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne<sup>473</sup> (TFUE). Une lecture attentive de ces articles permet d'envisager un certain nombre d'hypothèses concernant des pratiques abusives proscrites par le droit de la concurrence<sup>474</sup> et qui pourraient parfaitement voir le jour dans ce cadre d'une dépendance réglementaire aux agences de notation. De plus, la création de ces statuts particuliers de NRSRO et d'OEEC tend à promouvoir ces situations à risques, comme l'a constaté le Professeur CONAC lorsqu'il considère que « *l'existence du statut de NRSRO constitue, dans sa pratique actuelle, un obstacle au développement de la concurrence.* »<sup>475</sup>».

---

<sup>470</sup> ACPR, « *Reconnaissance des organismes externes d'évaluation de crédit par l'Autorité de contrôle prudentiel* », Communication à la profession, pub.3 juin 2014.

<sup>471</sup> Paquet législatif appelé « CRD IV », adopté le 26 juin 2014 par le Parlement européen et le Conseil. Ce dernier se compose de la Directive 2013/36/UE concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CRD IV), ainsi que du Règlement (UE) n° 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (CRR).

<sup>472</sup> Voir Partie II, Chapitre I : L'émergence de réglementations équivoques

<sup>473</sup> Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, version consolidée, 2012/C 326/01, JO EU du 26 octobre 2012 C 326/47

<sup>474</sup> Voir David BOSCO et Catherine PRIETO, « *Droit européen de la concurrence : Ententes et abus de position dominante* », éd. BRUYLANT, 2013. 1177. « *Reconnaissance progressive de l'hypothèse au titre de l'article 102 du TFUE. Caractérisation d'une entité collective en situation d'oligopole* ». Sur le terrain des abus possibles dans le cadre d'un marché à tendance oligopolistique.

<sup>475</sup> Pierre-Henri CONAC, Ibidem.

Toutefois, l'analyse des abus potentiellement rattachables à cette situation fera l'objet d'une section ultérieure dédiée<sup>476</sup>.

**155.** D'autre part, la consécration de ces structures par les divers pouvoirs publics américains et européens ne serait pas aussi importante sans l'adhérence pleine et entière de la majorité des professionnels de marchés, cela, à travers ce qui peut être qualifié de politique privée d'externalisation de l'analyse.

---

<sup>476</sup> Voir Partie II, Chapitre I, : Section II : La consécration d'un oligopole, obstacle à la concurrence

---

## Section II :

### La politique privée d’externalisation de l’analyse : la consécration d’une influence

---

156. Si les agences de notation, et plus exactement les « *Big Three* », peuvent jouir d’une position digne de celle occupée par un *Dorus* passant en litière sur la voie *Appienne*<sup>477</sup>, ce n’est pas uniquement dû au fait de la politique publique analysée dans la section précédente. En effet, bien que le *delegated monitoring* soit une politique très critiquable, de par la démission qu’elle représente des pouvoirs publics en faveur de ces structures, l’appel aux agences de notation est aussi explicable par de nombreuses sollicitations reçues en provenance des acteurs de marché. Benjamin GRAHAM considérait d’ailleurs que « *Les services financiers [...] tels que Moody’s Investment Services et Standard & Poor’s [...] s’adressent, en général, à un public différent de celui des firmes de conseils en investissement. Si les clients de ces dernières souhaitent être dégagés de tous problèmes liés aux décisions d’investissement, les services financiers offrent, au contraire, une information et une aide [externalisée] à ceux qui s’occupent personnellement de leurs investissements* <sup>478</sup> ». Les acteurs de marché, telles que les banques ou les sociétés d’investissement ont repris ce fonctionnement d’externalisation, sur les bases d’un terrain préparé par le législateur, pour multiplier leur force de pénétration du marché boursier afin de ne pas traiter uniquement des titres dont le potentiel boursier devenait très limité, voire perdait même toute attractivité.

157. Cette consécration des agences de notation par cette politique d’externalisation de l’analyse est explicable, d’une part, en raison de l’essor du mécanisme de titrisation dans les années 1970 (§1) et, d’autre part, au regard d’une volonté de transparence équivoque des émetteurs (§2), trop heureux de pouvoir ainsi se libérer du risque réputationnel adossé à

---

<sup>477</sup>Jean de la BRUYERE, « *les Caractères* », Chapitre VI « *des Biens de Fortune* », éd. Librairie de Firmin DIDOT Frères, Imprimeur de l’Institut, Rue Jacob, 56. 1845, p.126

<sup>478</sup> Benjamin GRAHAM, « *The Intelligent Investor* » (L’Investisseur Intelligent); p.161, New York: Harper & Brothers 1949, éd. Valor éditions, 2012.

l'émission d'un titre<sup>479</sup> qui pourrait se révéler de bien piètre qualité. Il se traite là encore de l'importance des pouvoirs privés économiques, et ce, plus particulièrement par le prisme de l'influence des agences de notation.

## **§1) L'essor de la Titrisation : moteur du développement de la notation**

**158.** Selon Michel AGLIETTA, la titrisation peut se définir, sous un angle macroéconomique, comme la « *transformation de crédit en titres financiers altérant les profils de risque de manière à disséminer le risque sur une plus vaste gamme de porteurs* »<sup>480</sup>. En d'autres termes, il s'agit d'un mécanisme destiné, notamment, à toute entité publique ou privée<sup>481</sup> qui serait désireuse de convertir, ou de transformer, une créance disponible ou à charge en un titre négociable, et ce, afin de dégager de cette créance des liquidités. De ce mécanisme découle à la fois un apport en liquidité pour l'émetteur et l'organisme de titrisation<sup>482</sup>, mais aussi une répartition du risque liée à la créance sur un ensemble plus large de porteurs (investisseurs).

**159.** Juridiquement, la titrisation peut se définir comme « *le nom donné dans la pratique financière à la transformation, en titres négociables, de créances (de prêts) détenues par un établissement de crédit (ou la Caisse des dépôts et consignations), opération réalisée par la cession de ces créances à un fonds commun, créé ad hoc pour les acquérir, moyennant l'émission de parts représentatives (des créances) lesquelles sont offertes aux investisseurs sur le marché financier comme valeurs mobilières* »<sup>483</sup>. Mais encore, cette pratique de mobilisation de créance peut être rattachée à des mécanismes plus traditionnels, encadrés par le Code monétaire et financier, à l'exemple de la cession Dailly, l'escompte et autres, si ce n'est que la titrisation a pour conséquence, comme son nom l'indique, une émission de titres négociables.

---

<sup>479</sup> Hubert de VAUPLANE, « *Contrôle interne, conflits d'intérêts et risque de réputation* », Revue Banque °675, p.99. Décembre 2005, publié le 2 janvier 2006.

<sup>480</sup> Michel AGLIETTA, « *Innovations, Intermédiation Financières et Crise* », séminaire du Collège de France sur le thème « *Crise et changements dans l'intermédiation financière* » organisé par Roger GUESNERIE titulaire de la chaire « *Théorie économique et organisation sociale* » du Collège de France, p.14, 11 avril 2012

<sup>481</sup> Dont la créance serait éligible à la négociation selon les différentes réglementations applicables.

<sup>482</sup> Xavier CHASSIN de KERGOMMEAUX, « *Organisme de Titrisation* », Répertoire de droit des sociétés, Dalloz, janvier 2010 (actualité : janvier 2014).

<sup>483</sup> Gérard CORNU, « *Vocabulaire juridique* », 9ème édition, Association Henri CAPITANT, PUF, 22 août 2011 ; adde : Voir aussi, Thierry GRANIER, « *Vision économique et définition juridique de titrisation, l'intérêt d'une confrontation* », Revue trimestrielle de droit financier, n°4, p.104, 2009.

D'autre part, la doctrine précise que ce procédé permet à une personne morale privée ou publique de couvrir un risque de créance apparaissant au sein de son bilan, en concluant un contrat de titrisation par lequel elle acquiert d'un organisme dédié<sup>484</sup>, moyennant le paiement d'une prime, le transfert de risque liée au remboursement de la créance, et ce, pour une durée déterminée<sup>485</sup>.

**160.** Ce mécanisme est né aux Etats-Unis dans la fin des années 1960, début des années 1970, et procède d'un besoin de refinancement que les Banques et autres pourvoyeurs de crédit immobilier avaient alors<sup>486</sup>. Toutefois, ces établissements cherchaient ce refinancement à des taux et conditions particulièrement avantageux tout en bénéficiant de la garantie d'agences publiques<sup>487</sup>, cela, pour obtenir la meilleure notation possible, et ce, afin de rassurer les contreparties et les investisseurs sur la qualité de leurs créances. C'est ainsi que les premiers titres adossés à des prêts hypothécaires ont vu le jour sur le marché secondaire américain de la dette hypothécaire en 1970. Ces derniers bénéficiaient d'une garantie gouvernementale pour la titrisation des prêts hypothécaires<sup>488</sup>, via l'agence gouvernementale américaine *Government National Mortgage Association*, fondée en 1968<sup>489</sup>, qui est également appelée Ginnie Mae<sup>490</sup>. Cette agence sera la première à émettre<sup>491</sup> un titre appelé *Mortgage Backed Security* (MBS<sup>492</sup>). Ginnie Mae sera suivie par la *Federal National Mortgage Association* communément appelée Fannie Mae, créée en 1938 afin de rendre plus liquide le marché des prêts hypothécaires américain, et qui garantira à son tour ce même marché avec le sceau d'une garantie de l'Etat Fédéral à partir de 1968. Cette garantie gouvernementale sera complétée par l'action de la *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, appelée Freddie Mac, structure créée en 1970 afin

---

<sup>484</sup> Marie-Agnès NICOLET, "Renouveau de la titrisation et impact sur la maîtrise des risques", Revue Banque Rub. Finance de Marché n°783, Conformité : entre prévention et sanction, mars 2015.

<sup>485</sup> Thierry GRANIER, Richard ROUTIER, Paul LE CANNU. "Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation", Précis Dalloz, Septembre 2010, n°882 et suivants.

<sup>486</sup> Alain COURET, "Les axes directeurs de la loi sur la titrisation", La vie du droit bancaire et financier "La Titrisation", p.9, Université du Luxembourg – Association Luxembourgeoise des Juriste de Droit Bancaire, éd. Anthemis, 2008

<sup>487</sup> Antoine FRANCHOT & Christian GOURIEROUX, "Titrisation et remboursement anticipé", p.14 et 15, éd.Economica, Mars 1995.

<sup>488</sup> Tout d'abord dans le cadre de prêts bénéficiant de garanties hypothécaires de premiers rangs, puis cette garantie gouvernementale s'est étendue à des créances de qualité inférieures.

<sup>489</sup> Cette société est une création issue, du Housing and Urban Development Act de 1968, Loi destinée à promouvoir l'accès à la propriété. Voir note de bas de page N°19.

<sup>490</sup> Colin HASLAM, Tord ANDERSSON, Nicholas TSITSIANIS & Ya Ping YIN, "Redefining Business Models: Strategies for a Financialized World", Figure 8.3, Pub. Routledge, 2013. Adde: Cameron L.COWAN, American Securitization Forum, "History and overview of Securitization", p.2, November 5<sup>th</sup>, 2003.

<sup>491</sup> "Asset-Backed securities in Germany: the sale and Securitization of loans by German credit institutions", Deutsche Bundesbank Monthly Report July, 1997

<sup>492</sup> Voir sur les MBS et les agences de notation, "MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom", Federal Reserve Bank of New York Staff Report no. 449, May 2010, at 1.

de trouver des prêts susceptibles d'être titrisés avec ladite garantie gouvernementale. Ces deux structures sont juridiquement des *Government-Sponsored Enterprise*, et de ce fait elles sont détenues entièrement par le gouvernement américain<sup>493</sup>.

**161.** La titrisation agit donc comme un mécanisme de refinancement qui permet, notamment, aux banques ou à tout autre émetteur de créances, à l'exemple d'Etats ou de collectivités territoriales<sup>494</sup>, de financer les prêts qu'elles consentent ou qu'elles contractent. Cette solution peut intervenir dès lors que les fonds provenant des dépôts de leurs clients ou de l'impôt généré par leurs administrés ne sont plus suffisants. Cette technique financière présente donc pour les entreprises industrielles et commerciales quatre intérêts majeurs, à savoir, la «*diversification des sources de financement, la réduction des coûts de financement, le transfert total ou partiel des risques liés aux actifs cédés aux investisseurs*»<sup>495</sup> et enfin l'«*amélioration*» de la *présentation du bilan comptable*<sup>496</sup>.

**162.** En effet, pour les entreprises cette technique permet, en premier lieu, de recourir à une autre source de financement que le financement bancaire ou interbancaire, et lorsqu'il s'agit des banques, par un recours direct au marché. En deuxième lieu, l'usage de ce mécanisme permet un refinancement à moindre coût, notamment d'une société ou un Etat qui ne serait pas en bonne situation financière, car la décision d'investir appartient à l'investisseur qui va baser sa décision sur un bon nombre de facteurs à l'instar de son aversion au risque et des garanties apportées à la créance sous-jacente. Ainsi, l'Argentine suite à son défaut intervenu en 2002, lequel n'a pas été sans incidence sur la prospérité des marchés, n'a pas connu trop de difficulté pour retrouver des investisseurs sur sa dette<sup>497</sup>, laquelle fut tout de même restructurée, principalement, en 2009 et 2011<sup>498</sup>. Toutefois, il est vrai que la créance, pour être admise à la négociation sur un marché réglementé, doit revêtir certains gages de qualité à l'exemple de la

---

<sup>493</sup> U.S Government Information, "*Government-Sponsored Enterprises*", United States Government Printing Office, Budget 2013.

<sup>494</sup> Valérie MONTMAUR "*Le rôle des agences de notation dans l'évaluation des collectivités territoriales*" Actualité Juridique des Collectivités Territoriales, AJCT 2012, p.68, Dalloz, 15 février 2012. Dans cette publication, il peut être constaté que, tout comme pour la personne privée, «*la notation permet [à une collectivité territoriale] de diversifier ses sources d'emprunt en s'adressant directement aux marchés financiers en complément (ou à la place) de prêts souscrits auprès des banques*». Mais encore, «*historiquement, les collectivités ont également fait appel à la notation dans une optique de gestion pluriannuelle, de discipline financière, mais aussi de transparence et de communication.*»

<sup>495</sup> Banque de France, "*La titrisation des créances*", Fiche n°430, Direction des Entreprises-Référentiel des Financements des Entreprises, p.1, 10 novembre 2010.

<sup>496</sup> Ibidem.

<sup>497</sup> Emmanuelle OLLEON – ASSOUAN "*Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (crédit default swaps)*", Banque de France – Revue de la stabilité financière, p.104, N°4, Juin 2004.

<sup>498</sup> John F. HORNBECK, "*Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the « Holdout's »*", Congressional Research Service – Report for Congress, p.7, February 6<sup>th</sup>, 2013.

notation, analysé dans la section précédente, émise par les agences de notation<sup>499</sup>. Outre son coût réduit comparé à d'autres mécanismes de refinancement, la titrisation n'engage pas la lourdeur, notamment administrative, que revêtirait une cession de créance réalisée par le biais des instruments traditionnels énoncés précédemment. Cette technique aurait même pour réputation de « *transformer les métaux de base en or* »<sup>500</sup>, en ce qu'elle rend liquide le plus illiquide des prêts. En troisième lieu, la titrisation permet de transférer totalement ou partiellement les risques sous-jacents à la créance cédée à l'investisseur et de mutualiser, en théorie, ce risque entre les mains de plusieurs investisseurs<sup>501</sup>. En quatrième lieu, contrairement à une émission obligataire classique pour laquelle la société devrait porter ladite émission dans son bilan comptable, la titrisation permet de réduire sensiblement les créances inscrites audit bilan<sup>502</sup> et, par la même occasion, de minimiser les besoins en fonds propres dans le cas des banques<sup>503</sup>. Pour réaliser un tel transfert, par cette technique, la banque va devoir céder un certain nombre de créances à un véhicule de titrisation *as hoc*, souvent créé par ladite banque, appelé *Special Purpose Vehicle* (SPV) ; en France ce rôle est assuré par des organismes de titrisation<sup>504</sup> (OT) soumis au contrôle de l'AMF<sup>505</sup>. Il est important de rappeler qu'en France le mécanisme de titrisation a été introduit par la loi du 23 décembre 1988<sup>506</sup> « *relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances* ». Ces fonds communs de créances correspondaient aux véhicules de titrisation,

---

<sup>499</sup> Paragraphe 1 et 2

<sup>500</sup> Steven. L. SCHWARCZ, «*The Alchemy of Asset Securitisation*», p.154, Stanford Journal of Law, Business and Finance, 1994, vol. 1:133.

<sup>501</sup> Les crises des *subprimes* et des dettes souveraines ont démontré l'effet dévastateur que cet aspect de la titrisation pouvait avoir. A voir, notamment, sur ce point, Frédérick LACROIX, «*Titrisation : le diable au service de l'économie réelle*», Revue Banque n 774, Juillet -Aout 2014.

<sup>502</sup> Vinod KOTHARI, *Securitization: "The Financial Instrument of the Future"*, p.100, Pub. Wiley Finance ; 2006. Il peut être constaté à la lecture de cette section de l'ouvrage que cette technique de titrisation est particulièrement favorisée par la réglementation relative aux fonds propres.

<sup>503</sup> Voir les critères de décomptabilisation d'un actif financier d'IAS39 sur le Mémento pratique Francis Lefebvre comptes consolidés 2010.

<sup>504</sup> Voir Thierry BONNEAU, «*Droit Bancaire*», 1040 *Organismes de titrisation*, Domat – Droit Privé, LGDJ, 11<sup>e</sup> édition, 1<sup>er</sup> septembre 2015.

<sup>505</sup> Organismes de titrisations sont régis par les Articles L.214-168 à L.214-189 du Code monétaire et financier et sont encadrés par le Règlement Général de l'AMF, Section 1 Dispositions communes aux organismes de titrisation, Article 425-1 et suivant.

<sup>506</sup> Loi no 88-1201, du 23 décembre 1988, relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création de fonds communs de créances, JO 31 décembre p. 16736. La titrisation a par la suite fait l'objet de nombreuse modification quant à son cadre juridique, en effet, ce mécanisme a été modifié par les lois n°2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003, n°2005-842 du 26 juillet 2005, par divers ordonnances dont la principale demeure l'Ordonnance n°2008-556 du 13 juin 2008 qui transpose la Directive 2005/68/CE du Parlement européen et du Conseil de l'Europe du 16 novembre 2005. Pour le cadre juridique français de la titrisation, voir Henri HEUGAS –DARRASPEN, *Financement des particuliers : Dispositions communes aux crédits pour le logement*, Œuvre collective sous la direction de Philippe Malinvaud, Dalloz Action Droit de la construction. Prêt immobilier et titrisation 2013

susmentionnés, lesquels agissaient comme des réceptacles des créances cédées par un Etablissement de crédit avant d'être remplacées<sup>507</sup> par des fonds commun de titrisation (FCT) et des sociétés de titrisation (ST).

**163.** Le financement de ces acquisitions de créances va être réalisé par une émission de titres, résultant donc de produits structurés issus de crédits par le SPV ou l'OT pouvant être, notamment, des *Assets Bucket Securities*<sup>508</sup> (ABS) ou des *Collateralized Debt Obligation* (CDO)<sup>509</sup>. La structuration de ces titres va se faire à travers des tranches qui vont hiérarchiser le risque attaché à chaque titre. De ce découpage en tranches, il peut être dégagé les tranches suivantes : les tranches appelées « *super senior* » et « *senior* » pour les titres moins risqués, mais qui en retour dégageront une rémunération faible ; les tranches dites « *mezzanine* » ou « *equity* » pour un niveau de risque de modéré à modérément élevé ; et enfin les tranches dites « *junior* » qui sont les plus risquées, mais qui bénéficient toutefois d'une rémunération des plus élevée comparée aux autres tranches de prêts adossés à des actifs<sup>510</sup>. C'est dans l'évaluation de ces tranches où les agences de notation vont représenter un maillon capital de la chaîne de titrisation, jusqu'à la crise des *subprimes* qui révélera, *inter alia*, l'immense fragilité dudit maillon.

**164.** En effet, les agences de notation travaillent en étroite collaboration avec les banques afin de déterminer l'épaisseur ainsi que la qualité des tranches auxquelles les titres sont adossés. Les agences de notation vont ainsi émettre des notes sur les diverses tranches et peuvent, dans le cas d'une mission spécifique<sup>511</sup>, conseiller la Banque sur la structuration qui permettra aux dites tranches de bénéficier de la meilleure note.

**165.** Selon un modèle simple de titrisation par l'émission d'ABS : la Banque consent, par exemple, 100 prêts hypothécaires d'un montant en principal de 1 million pour chaque prêt, à

---

<sup>507</sup> A la suite de l'adoption de l'ordonnance n° 2008-556 du 13 juin 2008. Il s'agit de véhicules de titrisation dont le fonctionnement est soumis au régime de l'offre au public.

<sup>508</sup> Omar BIROUK et Laetitia CASSAN, "La titrisation en France", Bulletin de la Banque de France, N°190, 4<sup>e</sup> Trimestre 2012, Direction générales des statistiques. En français, « Titres adossés à des actifs » désignent tous les titres issus de la titrisation en dehors de ceux adossés à des prêts immobiliers. On dénombre, parmi les actifs sous-jacents, les prêts et le crédit-bail automobile, les créances relatives aux cartes de crédit, les prêts étudiants, les prêts aux petites entreprises, les prêts relatifs aux franchises, etc.

<sup>509</sup> Ibidem, p.13, Un « collateralised debt obligation » (CDO) est une sous-catégorie de titres adossés à des actifs ABS, correspondant à des créances sur un nombre limité d'emprunteurs, de type institutionnels (de 20 à 500) par opposition aux portefeuilles traditionnels d'ABS où le nombre de débiteurs est compris entre 500 et 100 000 (prêts hypothécaires et créances commerciales). La majorité des actifs des CDO sont générés par le système bancaire et prennent la forme d'un portefeuille d'obligations (collateralised bond obligation, CBO) ou de prêts commerciaux (CLO).

<sup>510</sup> Michel AGLIETTA & Sandra RIGOT, "Crise et rénovation de la finance", Chap 1."Crise des marchés du crédit, crise d'une organisation financière", p.41, éd. Odile Jacob économie, Mars 2009.

<sup>511</sup> Voir page 89, Paragraphe I « la Diversité d'un Business Model »

savoir, un encours total de 100 millions lequel dégage un rendement de 8% pour la Banque, soit 8 millions. Lesdits prêts se retrouvent dans ce qui peut être qualifié d'un Pool de prêts, combinant sciemment des créances aux degrés de risques différents et parfois très différents. Ce Pool va déjà faire l'objet d'une notation, laquelle va être bien entendu rémunérée, pour pouvoir être réglementairement<sup>512</sup> autorisé à faire l'objet d'une émission de titres éligibles à la négociation sur un marché réglementé, et ce, afin d'être accessible au plus grand nombre d'investisseurs. Par la suite, la Banque va céder ces créances à un SPV ou OT, pour faire sortir ces créances de son bilan et retrouver ainsi les liquidités prêtées, lequel va découper le Pool de prêts selon trois tranches correspondant chacune à un degré de risque, selon les dénominations précisées précédemment. Dans le présent exemple, la première tranche « *senior* » va regrouper un ensemble de prêts de haute qualité, généralement noté AAA, d'un total de 80 millions dont l'émission va être rattachée à un rendement, coupon, de 5% pour l'investisseur, à savoir, 4 millions. La seconde tranche « *mezzanine* » va regrouper un ensemble de prêts d'un montant de 10 millions, laquelle va être rattachée à un rendement de 8%, coupon perçu par l'investisseur, à savoir 0,8 millions. La troisième tranche « *junior* » va regrouper l'ensemble des encours les plus risqués, dans l'exemple, à hauteur de 10 millions et va être rattachée à un rendement de 15% pour l'investisseur, à savoir 1,5 millions. Dans cet exemple, les investisseurs d'ABSs, issus du Pool de créances, percevront un total de 6,3 millions à maturité, alors que la Banque obtiendra à l'échéance des prêts consentis, l'écart de rendement soit 8 millions moins 6,3 millions, à savoir, 1,7 millions. Ce profil, duquel il faut tout de même déduire les coûts des notations, du conseil, et du contrat liant la Banque avec le SPV, est donc égal à la différence entre les intérêts reçus sur le pool de créance et la somme des intérêts versés aux différents détenteurs de titres, en anglais cela s'appelle le « *excess spread* » (l'écart excédent)<sup>513</sup>. Au regard des éléments, outre l'aspect flexible que représente ce mécanisme de refinancement, la titrisation n'en est pas moins très rémunératrice pour la Banque et pour les agences de notation qui participent très activement à sa réalisation. En effet, dans l'exemple susmentionné les

---

<sup>512</sup> En vertu, notamment, des textes suivants : Investment Company Act of 1940 Rule 2a-7(a)(10) qui vient définir la notation de "Eligible Security" (ou Titres éligible) comme un titre ayant reçu une notation dans les deux catégories les plus élevées de notation (17 CFR § 270.2a-7(a)(10)) ou en France la « *Position AMF n°2011-13 relative au classement des OPCVM en équivalent de trésorerie* » P.8. 23 septembre 2011. Pour plus de détails, voir la *Section I : La politique publique de delegated monitoring : la légitimation d'une influence §1) L'émergence d'un pouvoir délégué : L'attribution d'un pouvoir à forte concentration*

<sup>513</sup> Voir sur ce point, John HULL & Alan WHITE, "Ratings, Mortgage Securitizations, and the Apparent Creation of Value" Sec.3 Subprime Securitization, p.8 & 9, Pub. Russel Sage Foundation Volume, Chapter 7, Last version November 2011; Michel AGLIETTA & Sandra RIGOT, Op.Cit. ; Leon T.KENDALL, Michael J.FISMAN "A Primer on Securitization", p.82, Pub. MIT Press, 2000.

agences de notation participent à pas moins de cinq étapes, à savoir, la notation du Pool de créances, le conseil dans la structuration des tranches et dans la notation des trois tranches.

**166.** Force est de constater que l'essor de cette pratique très lucrative née dans les années 1970<sup>514</sup> peut permettre de comprendre aisément le renversement du mode de rémunération des agences de notation qui sont, à titre de rappel, passées d'un modèle de rémunération « investisseur-payeur » à celui d'« émetteur-payeur ». D'autre part, cela permet de relativiser la théorie selon laquelle ce renversement serait dû principalement à l'essor de la photocopieuse<sup>515</sup>.

**167.** Sur le point relatif aux fonds propres des banques, il est considéré par une partie de la doctrine que les dernières réglementations relatives aux fonds propres, à l'exemple des accords de Bâle III ou CRD IV, représentent une « *formidable incitation à la titrisation* » en ce que ces réglementations multiplient les ratios par « *plus de 3, passant de 2 % (Bâle II) à 7%, voire jusqu'à 10 % pour les banques systémiques. Une façon rapide et efficace d'optimiser le ratio consiste donc à dégonfler le bilan, en se débarrassant des actifs affectés des pondérations les plus élevées (par exemple les financements spécialisés, les prêts aux PME, les prêts immobiliers, etc.)* »<sup>516</sup>. Enfin, ce mécanisme n'engage pas la lourdeur que revêtirait une cession de créance réalisée par le biais des instruments traditionnels énoncés précédemment<sup>517</sup>.

**168.** D'autre part, l'appel aux agences de notation par les émetteurs peut s'avérer particulièrement intéressant dans une logique d'externalisation de l'analyse de risque des diverses tranches de créances. Par cette externalisation, les émetteurs procèdent au même processus de « *delegated monitoring* » qui se voudrait vertueux en ce qu'il fait appel à une société externe, réputée comme indépendante. Les émetteurs contemporains par l'usage de la

---

<sup>514</sup> Il est important de rappeler qu'à la même date, suite à l'adoption du Housing and Urban Development Act de 1968, le « *Housing and Urban Development Agency* », Ginnie Mae et Freddie Mac étaient créés afin, notamment, de multiplier les titrisations de prêts pour favoriser, *in fine*, l'accession à la propriété ; tout en simplifiant le refinancement des Banques afin que ces dernières puissent prêter plus et au plus grand nombre. Les USD 5,2 trillions de garanties hypothécaire reçues de l'Etat Américain par Fannie Mae et Freddie Mac, dans le cadre des refinancements hypothécaires par titrisation réalisés, permettent aisément d'imaginer le nombre d'opération pour lequel les services des agences de notation ont été requis. Selon les chiffres annoncés par Joseph E. STIGLITZ, Jonathan M. ORSZAG et Peter R. ORSZAG dans *Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-Based Capital Standard*, Fannie Mae Papers, Volume I, Issue 2 March 2002.

<sup>515</sup> Selon l'économiste Norbert GAILLARD, « *Les agences de notation* », p.14, éd. La Découverte. 2010 deux raisons sont à l'origine du changement radical de ce mode de rémunération, à savoir, en premier lieu, la photocopieuse (apparue dans les années 70) et, en second lieu, le nombre croissant de demandes de notation de la part d'émetteurs de titres obligataires. Au regard du mécanisme de titrisation, l'explication fournie à titre subsidiaire semble prendre le pas d'une justification à titre principal du renversement du modèle de rémunération des agences de notation.

<sup>516</sup> Frédéric LACROIX, « *Titrisation : Le diable au service de l'économie réelle* ». Revue Banque n°774. Les assureurs à la manœuvre pour financer l'économie, Juillet -Aout 2014.

<sup>517</sup> p.118

notation se feraient ainsi l'écho des préoccupations formulées, en son temps, par le Président Franklin DELANO ROOSEVELT, en ce que l'analyse externe fournirait une prétendue transparence supplémentaire du secteur bancaire. En effet, cette externalisation de l'information découle d'un besoin de justification d'une transparence qui a voulu être renforcée, notamment, suite à l'ère post-Enron<sup>518</sup>. Cette dynamique s'exprime par une volonté équivoque de transparence des émetteurs.

## **§2) La volonté équivoque de transparence des émetteurs**

169. Lorsque qu'il a été entendu devant le Congrès américain en 2010, pour s'expliquer sur l'implication de sa banque dans la crise financière de 2008, Lloyd BLANKFEIN, Chief Executive Officer de Goldman Sachs, a souligné qu'il « *comprendait pourquoi les américains pouvaient être sceptiques au regard de l'industrie de la banque d'investissement et le rôle de cette dernière dans l'effondrement du marché* <sup>519</sup> ». Toutefois, le dirigeant de celle qui est surnommée *La Firme*<sup>520</sup> a défendu son industrie en soulignant que « *les agences de notation et le régulateur ont échoué à sonner l'alarme au regard d'un trop de prêt et trop d'effet de levier dans le système et que* », en raison d'un recours trop important au mécanisme de titrisation, « *le crédit était devenu trop peu cher* <sup>521</sup> ». Si la notation apparaissait dans les années 1930 comme une contrainte imposée par le régulateur aux banques d'investissement, ainsi qu'aux divers émetteurs<sup>522</sup> - pour punir ces derniers de leur implication dans la crise de 1929 - la notation apparaît, au regard de l'argumentation de Lloyd BLANKFEIN, comme un argument de poids face à une accusation portant, notamment, sur le manque de transparence des produits émis par *la Firme*. Tel un Gygès<sup>523</sup>, découvrant qu'en tournant vers l'intérieur de sa main le chaton d'une

---

<sup>518</sup> Voir pour une analyse précise de cette affaire, Marie-Anne FRISON ROCHE, ouvrage collectif « *les leçons d'Enron. Capitalisme, la déchirure* », Ed. Autrement, p.163 le 2 janvier 2003

<sup>519</sup> « *Wall Street and the Financial Crisis: The Role of 1511 Investment Banks* », before the U.S. Senate Permanent Subcommittee on Investigations, S.Hrg. 111-674 (4/27/2010) (hereinafter « April 27, 2010 Subcommittee Hearing »); Patricia H.WERHANE, Laura PINCUS HARTMAN, Crina ARCHER, Elaine E. ENGLEHARDT & Michael S.PRITCHARD, « *Obstacles to Ethical Decision – Making: Mental Models, Milgram and the Problem of Obedience* », p.185, Cambridge University Press 2013

<sup>520</sup> Greg SMITH, « *Why I left Goldman Sachs* », New York Times, March 14<sup>th</sup>, 2012. Du même auteur, « *Why I left Goldman Sachs: A Wall Street Story* », Grand Central Publishing, 1<sup>st</sup> ed, October 22, 2012.

<sup>521</sup> « *Wall Street and the Financial Crisis: The Role of 1511 Investment Banks* », Op.cit.

<sup>522</sup> L'article 211-A du Règlement Général de l'AMF définit un émetteur comme « *les personnes ou entités qui procèdent à une offre au public au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier ou font procéder à l'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers ou de tous instruments équivalents émis sur le fondement d'un droit étranger.* »

<sup>523</sup> PLATON, « *La République* », Livre I, éd.1877.BNF.

bague, il peut devenir invisible, le grand financier n'utilise pas l'information résultant de la notation parce qu'il y croit fondamentalement ; il en use, sciemment, car elle représente aussi l'externalisation d'un risque qu'il peut par cet argument éluder.

**170.** C'est notamment cet argumentaire visant à faire peser sur les agences de notation le risque lié à l'estimation et l'information rattachée à la plus grande partie des titres émis qui va réduire sensiblement la fenêtre de responsabilisation de Goldman Sachs dans la crise des *subprimes*. Selon cette même hypothèse, si les instruments financiers émis par les différentes banques d'investissement à l'instar, de Goldman Sachs, Merrill Lynch, JP Morgan Chase ou Deutsche Bank, ont bénéficié d'une telle perforation de marchés, ce serait avant tout grâce à la notation rattachée auxdits instruments<sup>524</sup>. En d'autres termes, la notation viendrait combler ce qui peut être considéré comme un « *irrésistible besoin d'information* <sup>525</sup> » de l'investisseur. Les Banques et les différents émetteurs se draperaient donc de la notation afin de se présenter, dans le cadre d'émissions d'instruments financiers, comme le plus transparent possible, en externalisant l'information que revêt leur transparence.

**171.** Sur ce point, Christopher COX, Président de la Securities and Exchange Commission en 2008, se faisait involontairement le soutien du patron de Goldman Sachs en soulignant que « *plusieurs de nos règlements présupposent implicitement, que les titres qui bénéficient d'une notation élevée sont des plus liquides et de faible volatilité. Mais puisque les instruments financiers structurés peuvent être très différents des autres instruments notés, il y a de bonnes raisons pour la SEC d'examiner la façon précise d'utiliser les notations dans les réglementations à titre de substitut d'évaluation du risque de liquidité et de volatilité d'un titre*<sup>526</sup> ». Les émetteurs ont donc pu sereinement surfer sur cette vague de la transparence, à travers la notation sollicitée, afin de gagner en réputation dans le cadre d'un marché à la hausse, tout en conservant une certaine maîtrise du risque de réputation dans le cas d'une baisse brutale dudit marché. Le potentiel responsable en cas de défaut, n'était plus le sous-jacent ou l'émetteur du titre, mais l'émetteur de l'information sur la qualité de ce dernier, à savoir l'agence de notation.

---

<sup>524</sup> Carl LEVIN & Tom COBURN, « *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse* », (Majority and Minority Staff Report. United States Senate, p.330 April 13<sup>th</sup>, 2011, Running the CDO Machine, Case study of Deutsche Bank, In July 2007, the major credit rating agencies began lowering credit ratings for many CDO securities, at time eliminating the investment grade rating that had supported CDO sales.

<sup>525</sup> Selon l'expression de Patrick ROLLAND dans l'article, « *l'irrésistible besoin d'information* », les Cahiers de l'Audit, N°11, 4<sup>e</sup> trimestre, p.23, janvier 2001.

<sup>526</sup> Christopher COX, « *Statement on Proposal to Increase Investor Protection by Reducing Reliance* » on Credit Rating, U.S Securities and Exchange Commission, Washington, D.C., June 25th, 2008

**172.** D'autre part, la notation permettait à d'autres institutions financières qui ne seraient pas soumises à la réglementation prudentielle, notamment, avant la crise des *subprimes* et de la dette souveraine, d'obtenir une réputation favorable grâce à une bonne notation émise par les agences de notation<sup>527</sup>. Ces institutions financières pouvaient être des Fonds de pension d'Etat de Collectivités territoriales, Fonds d'Investissements, *Hedge Funds*, Associations à but non lucratif, incluant notamment des Fonds d'Universités et autres. Lors de leur création ou de leur développement, ces structures pour faire appel à l'investissement ne pouvaient se prévaloir d'une réglementation prudentielle pouvant, éventuellement, gager de leur sérieux ou de leur solvabilité. Ainsi, la notation peut représenter pour ces structures une communication volontaire, créatrice de transparence au sens du marché, qui pour l'investisseur et autre partie prenante pourrait être révélateur d'une solidité financière. A ce titre, il peut être remarqué qu'entre 1990 et 2000, sur le marché des ABSs, le nombre de nouvelles émissions portant à notation était d'une croissance moyenne de 16% par an. Entre 2000 et 2006 cette croissance est passée à 39% par an<sup>528</sup>. En 2006, Moody's notait approximativement 37.035 tranches d'ABS. 88% de ces tranches étaient notées en catégorie « *Investissement* » et environ 26% de ces dernières étaient notées Aaa. Environ 22% de ces tranches notées Aaa étaient des prêts hypothécaires résidentiels américains (RMBS). En comparaison, sur la même période, Moody's notait 4.989 obligations simples de sociétés dont 61,7% était notées en catégorie « *Investissement* » et 2,7% étaient notées Aaa.<sup>529</sup> Cette explosion du nombre d'émissions notées représente aussi un nombre impressionnant de notations à traiter pour l'investisseur sur le marché. Ce dernier peut raisonnablement perdre ses repères au regard de ce volume monumental de notation, surtout quand l'investisseur se trouve en présence d'un bon nombre de notation de très bonne qualité à l'image des notations des ABS sur l'année 2006.

**173.** Comme le soulignait le Professeur TELLER, « *la perversion de l'information ne paraît pourtant pas résider dans l'opacité ou le secret, mais plutôt dans ses formes trop prolifiques qui la rendent confuse, dans cet excès qui lui fait perdre sa juste mesure* <sup>530</sup> ». Avec un certain

---

<sup>527</sup>Lawrence J.WHITE, "Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs is a Better Response", p.14, Journal of International Banking Law and Regulation, Volume 25, Issue 4, 2010.

<sup>528</sup>Alan S. BLINDER, Andrew W. LOH, Robert M.SOLOW, "Rethinking the Financial Crisis", Russel Sage Foundation, P.195, 2013

<sup>529</sup> Ibidem, p.195-196. ; The Financial Crisis Inquiry Report: The Financial Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States Including Dissenting Views, p.223. Pub. Cosimo Inc, 2011. Sur USD 51 milliard de CDOs que Moody's a noté dans la dynamique de dégradation de masse de *subprime*, en Juillet 2007, 88% était notes AAA.

<sup>530</sup> Marina TELLER, "L'information communiquée par les sociétés cotées: analyse d'une mutation", Thèse de Doctorat, Université de Nice Sophia-Antipolis, Faculté de Droit, Des Sciences Politiques, Economiques et de Gestion », p.308, 23 novembre 2007.Cette partie traite, notamment, du risque juridique lié à l'essor de la

recul sur la crise des *subprimes*, il peut être considéré que l'excès de notation susmentionné aurait dû faire perdre aux agences de notation une certaine crédibilité, et ce, surtout quand ledit excès est mis en parallèle avec le phénomène de *High Speed Rating*<sup>531</sup>. Cette perte de crédibilité n'a pourtant pas eu lieu, laissant même place à une influence déterminante des agences de notation dans la crise de la dette souveraine<sup>532</sup>.

**174.** Affublées d'un statut de *quasi-régulateur*, les agences de notation jouent un véritable rôle de charnière dans la transmission de l'information vis-à-vis du marché et, plus particulièrement, des investisseurs. Dans une métaphore rugbystique, les agences de notation pourraient être assimilées à un demi de mêlée qui, suite à un regroupement au sol (Pool de titrisation) transmettrait, à sa ligne de trois-quarts (investisseurs) un ballon dégonflé (*overrated* ABS), voire troué (*ABS in default*), plutôt que d'alarmer l'arbitre (régulateur)<sup>533</sup> du problème existant.<sup>534</sup> Les émetteurs ont bien compris ce processus et usent de la notation pour gagner en réputation et externaliser, ainsi, le risque lié à l'information financière. Lors de la faillite de la Banque d'investissement Lehman Brothers, la toxicité des instruments structurés par cette dernière n'est venue qu'en second plan, alors que le fait que cet Etablissement était noté AAA, encore deux jours avant sa faillite, a été mis en exergue par les différentes commissions d'enquêtes et observateurs<sup>535</sup>. Cet Etablissement « *dans son rapport annuel 2007, allait déjà jusqu'à détailler les hypothèses sous-jacentes au modèle Black & Scholes*<sup>536</sup> employé pour

---

communication volontaire. En effet, la recherche d'un support d'information engendre certain risque, à commencer par celui que présenterai une information contrôlée, notamment, économiquement par l'émetteur.

<sup>531</sup> Voir § 2) Le « High Speed Rating » : révélateur d'insuffisance, p.60

<sup>532</sup> Voir sur ce sujet, Roberto A De SANTIS, « *The Euro Area Sovereign Debt Crisis : Safe haven, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever From Greece, Ireland and Portugal* », p.15 Macroprudential Research Network, European Central Bank, Working Paper Series, n°1419/February 2012. We assess whether a rating change in Greece, Ireland and Portugal has a significant effect on sovereign credit spreads of other countries.

<sup>533</sup> Bien que ce ne soit pas le rôle des agences de notation, cela peut représenter une piste de l'évolution de la responsabilisation des agences de notation au regard du marché. Disposant d'information privilégiée quand il s'agit d'une notation sollicitée – un devoir d'information au régulateur pourrait être envisagé, surtout au regard des agences de notation bénéficiant d'un statut particulier conféré par l'Etat (NRSRO et OEEC).

<sup>534</sup> Jean-Baptiste POULIE, « *La régulation par l'information en droit des marchés financiers* », pages 6 à 15, Petites Affiches, n°15, 21 janvier 2009 ; Voir du même auteur, « *Réflexion sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise – Le Principe « se conformer ou expliquer en droit boursier* », éd. L'Harmattan, 1<sup>er</sup> mai 2011.

<sup>535</sup> Philip GREEN, George GABOR, « *misleading Indicators: How to Reliably Measure your Business* », Misleading Ourselves with Measurements of Risk p.242, Pub. ABC-CLIO, 2012, misleading Indicators « *Lehman Brothers, a 150-year old institution collapsed [...] The rating agencies were blamed immediately* »; Robert W.KOLB, « *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future* », p.54, pub. John Wiley & Sons, 2010. « *Nonetheless, the only bank management of substance that paid the price of deliberate government policies, Lehman Brothers, was blamed by Congress for being a victim of policies successfully implemented by the Congress [...]* » Including those related to Credit Rating agencies.

<sup>536</sup> Le modèle Black & Scholes, conceptualisé en 1973 par les mathématiciens du même nom, vise à évaluer la valeur d'une option à travers son prix implicite et les variations de prix de l'actif sous-jacent. Ce modèle est notamment utilisé par les agences de notation, à l'exemple de Moody's, afin d'extraire les probabilités de défaut rattachées tant au sous-jacent qu'à son dérivé afin de constituer une note. Voir à ce sujet Herwig LANGOHR &

*évaluer ses options*<sup>537</sup>» y compris les différents modèles alternatifs rattachables aux différentes notations reçues. Autrement dit, Lehman multipliait la communication volontaire afin, notamment, d'apparaître le plus transparent possible. Ce qui explique que « [l]a transparence n'est définie que très partiellement au regard de la quantité d'information, mais plutôt par rapport à la qualité et la capacité des utilisateurs à s'approprier cette information<sup>538</sup>».

**175.** La notation est une information qui demeure déterminante dans le choix d'un investisseur, et ce, dans l'analyse de risque réalisée par ce dernier, quand il dispose d'une pleine capacité d'analyse de risque. Selon la Mission Commune d'Information sur les agences de notation, diligentée par le Sénat Français, « la banque suisse UBS aurait fondé son analyse de risque pour certains produits titrisés liés au marché hypothécaire américain sur les seules notations des agences et aurait dû provisionner à ce titre 50 milliards de dollars sur cette classe d'actifs fin 2007, dont environ 50 % étaient pourtant notés AAA »<sup>539</sup>. Vis-à-vis de l'investisseur la Banque pourra toujours dégager sa responsabilité sur l'information qu'elle relayait sur lesdits produits titrisés en indiquant que cette dernière se basait sur une information quasi-réglementaire. Cet argumentaire pourrait presque mettre en échec le fameux adage « *Nemo auditur propriam turpitudinem allegans*<sup>540</sup> ».

**176.** D'autre part, la notation se retrouve dans divers contrats privés et celle-ci s'en voit, de ce fait, adoubée par la volonté des parties. En effet, la notation peut par exemple se retrouver comme élément objectif, ou plutôt externe, permettant de limiter les allocations réalisées, par type d'instruments financiers, dans le cadre d'un Mandat de gestion discrétionnaire ou conseillée, confié par un Client à un Etablissement financier. Par ce biais, l'Etablissement financier peut se prévaloir, à l'égard de son Client, d'une certaine transparence dans la mesure où les investissements réalisés dans le cadre dudit Mandat seront basés sur une échelle de risque connue de l'investisseur et reconnue par le régulateur. Mais encore, la notation peut être incluse dans les clauses d'un contrat de prêt ou dans le financement d'une opération commerciale, à l'instar des *trigger clause*<sup>541</sup> qui figuraient au contrat de titrisation liant la société Enron aux

---

Patricia LANGOHR, "The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work, and Why They are Relevant", p.276, pub. John Wiley & Sons, 2010

<sup>537</sup>Hervé ALEXANDRE "Reporting réglementaire : Trop de transparence tue la transparence", p.45, Revue Banque N°724 « Titriser plus pour financier plus, à quelles conditions ? », mai 2010.

<sup>538</sup> Ibidem,

<sup>539</sup> Rapport d'information n°598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI agences de notation présenté le 18 juin 2013

<sup>540</sup> Nul ne peut se prévaloir de sa propre turpitude

<sup>541</sup>John HULL & Christopher GODLEWSKI, "Gestion des risques et institutions financières", p.332 Pearson Education France, 2010. A noter que le seuil de dégradation convenu, entre les parties, lors du contrat de financement ne protège pas le créancier lors d'une dégradation très importante et fulgurante du débiteur. Ce qui

Banques participant à son refinancement par l'émission de titre<sup>542</sup>. Sous cette dernière hypothèse, les notes qui seront attribuée à l'emprunteur, dont le prêt sera assorti d'une émission obligataire, peuvent être insérées dans des clauses qui, alors, pourront modifier les modalités de remboursement dudit prêt, notamment son échéance, en cas de variation de la note<sup>543</sup>. Selon une étude réalisée à l'initiative de la Banque de France, laquelle réunissait un bon nombre de spécialistes d'autres Banques nationales européennes, *les clauses contingentes (trigger clause) sont destinées à protéger les prêteurs contre une dégradation de la qualité de crédit et à réduire les problèmes d'asymétrie d'information, les prêteurs étant prêts à accepter en échange des coupons/spreads plus faibles. Ainsi, du côté de la demande, les raisons d'émettre des titres de créance assortis de triggers sont claires. Néanmoins, il existe également une raison du côté de l'offre : les emprunteurs sont disposés à inclure de telles clauses car, sans elles, les prêteurs réclameraient probablement un spread initial plus élevé sur les contrats de dette.*»<sup>544</sup>. C'est une clause similaire qui liait la société Enron à ses créanciers lors de sa faillite. Cet élément dit de transparence et d'externalisation apparaît assez louable sur le principe d'une agence de notation fiable dans l'évaluation de la qualité du prêt.

**177.** Toutefois, il sera démontré dans la seconde partie des présents travaux que cette volonté équivoque de transparence n'a pas dupé complètement le régulateur et les pouvoirs publics. En effet, bien qu'elle soit externalisée, cette notation a été obtenue à travers un service rémunéré, ce qui renforce le débat sur la conceptualisation de l'information comme un bien juridique, auquel il faudrait impérativement trouver un propriétaire. Le Professeur CATALA avait déjà anticipé cet aspect en ce qu'il considérait que « *pour un juriste, l'information est en train de devenir un bien, or, il y a une sorte d'antagonisme ou, en tous cas, une ambigüité qui entache*

---

fut le cas dans l'affaire Enron, à moins que le prêteur ait prévu le cas en émettant des instruments de protections sur sa propre créance.

<sup>542</sup> Frederic MISHKIN, "Monnaie, banque et marchés financiers", p.377, éd. Pearson Education France, 27 août 2010

<sup>543</sup> Voir sur le sujet Tomasz R.BIELECKI, Igor CIALENCO, Ismail IYIGUNLER, "Collateralized CVA Valuation with Rating Triggers and Credit Migrations", p.2, Illinois Institute of Technology, May 12<sup>th</sup>, 2012. "If the credit rating of the counterparty or the investor decreases below the trigger level, before the maturity of the contract, the contract is terminated and closed out. Therefore, rating triggers provide additional protection from a counterparty with a deteriorating credit rating, by allowing the investor to terminate the contract prior to a default event"

<sup>544</sup> Fernando GONZALES, Françoise HAAS, Ronald JOHANNES, Matthias PERSSON, Liliana TOLEDO, Roberto VIOLI, Camen ZINS & Martin WIELAND "L'incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature", p.61, Banque de France, Revue de la stabilité financière ; N°4, Juin 2004 ; voir aussi, le Rapport 2009 de l'AMF sur les agences de notation, publié le 9 juillet 2010 qui précise que La dégradation des notations observée en 2009 pourrait se traduire par une détérioration significative des modalités de financement des sociétés, et parfois déclencher des clauses contingentes (*trigger clauses*) liées à des *covenants* pouvant conduire à une crise de liquidité pour les émetteurs concernés.

*un peu l'accès à la qualité de bien juridique de cette « valeur immatérielle » (...) nous nous apercevons qu'il existe des obligations d'informer en nombre croissant, des publicités obligatoires, des divulgations forcées que l'on est allé jusqu'à appeler des « expropriations » pour cause d'utilité publique ou semi-publique, on ne sait trop, en tout cas des expropriations sans indemnités, or lorsque l'on est obligé de divulguer, sans contrepartie, on n'est pas vraiment propriétaire du bien, de sorte que la notion d'information comme bien est évidemment mise à mal par cette dépossession nécessaire que le législateur impose au titulaire de la donnée <sup>545</sup>»*

**178.** Ces éléments démontrent bien qu'une certaine politique privée d'externalisation de l'analyse consacre indubitablement l'influence des agences de notation dans le système financier et économique contemporain des sociétés à modèle capitalistique. Ce véritable adoubement, d'une part, de la sphère publique et, d'autre part, de la sphère privée a, toutefois, engendré des conséquences particulièrement lourdes dont un bon nombre d'économies payent encore le tribut.

---

<sup>545</sup> Pierre CATALA, « L'information légale dans les affaires. Quels enjeux ? Quelles évolutions ? », Colloque du CREDA, p.62, 1<sup>er</sup> mars 1994.

## Chapitre II :

# L'adoubement controversé des agences de notation

« Bear Stearns n'a pas été la seule dans ce cas ! Lehman Brothers aussi était encore notée A2 à quelques jours de son dépôt de bilan. AIG a gardé son AA presque jusqu'à son sauvetage ; Fannie Mae et Freddie Mac, un AAA. Citigroup, Merrill... tous figuraient dans la catégorie « investissement ». » Jerry Fons, Moody's, Juin 2013

---

**179.** Fort d'une délégation de fait de la fonction réglementaire « les diverses agences de notation - Fitch, Moody, Standard & Poor's- auraient pu et auraient dû empêcher que cela se produise. Mais eux aussi ont fait d'importants bénéfices tirés de la titrisation et étaient donc plus qu'heureux d'aider à la transformation des prêts toxiques en titres plaqués-or qui ont généré des rendements sans risque [jusqu'au premier défaut]. Loin de critiquer cette chaleureuse relation [entre les agences de notation et les émetteurs], Greenspan<sup>546</sup> et d'autres pom-pom girls de l'innovation financière bénissaient cela »<sup>547</sup>. En d'autre terme, si ces structures étaient dotées d'une véritable *Potestas* confiée par les divers régulateurs, depuis 1929, ainsi que par la sphère privée, depuis 1970, il peut être considéré que les agences de notation aient pu diligemment et moralement agir comme un véritable *garde-fou* du marché ou d'alarme de ce dernier, mais la réalité fut tout autre.

**180.** En effet, bien que des professionnels du secteur bancaire et financier aient tenté de mettre en garde l'opinion publique, ainsi que celle du législateur, dès 1936<sup>548</sup>, sur le risque que constitue la délégation, confiée à des structures privées, d'un jugement sur ce qui représente un investissement sûr ; il faudra attendre les années 2000 pour que les pouvoirs publics se fassent

---

<sup>546</sup> Alan GREENSPAN était le Président de la Réserve Fédérale Américaine (FED) entre le 11 août 1987 et le 31 janvier 2006, à savoir, dans la période qui connut la plus grande évolution en termes de d'instruments financier et de titrisation de créance.

<sup>547</sup> Nouriel ROUBINI & Stephen MIHM "Crisis Economics: A Crash Course in The Future of Finance" , p.33 éd Penguin Book, 2010. "The various ratings agencies - Fitch, Moody's, Standard & Poor' - could have and should have prevented this from happening. But they too made hefty fees from securitization and were more than happy to help turn toxic loans into gold-plated securities that generated risk-free returns. Far from criticizing this cosy relationship, Greenspan and other cheerleaders of financial innovation blessed it"

<sup>548</sup> Voir Chapitre I, "le fait de déléguer à ces agences de notation privées le jugement sur ce qui constitue un investissement sûr est sans précédent dans notre histoire et complètement injustifié au vu de leurs performances passées" Resolution of the Missouri Bankers Association at its 46th annual convention, Kansas City, Mo., May 5, 1936

l'écho de cette mise en garde. Cette prise de conscience s'est péniblement manifestée au lendemain de la demande de placement sous l'empire du *Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Protection Code*<sup>549</sup> du géant du courtage en énergie, Enron. Cette nouvelle, intervenue le 2 décembre 2001<sup>550</sup>, alors qu' « *Enron respectait les règles : les administrateurs d'Enron étaient formellement indépendants et la société remportait toutes les récompenses pour son gouvernement d'entreprise exemplaire. Mais Enron était une « entreprise champignon » sans passé et sans racines. Aucune norme, aucune valeur commune n'ont pu empêcher les dirigeants de mener l'entreprise à sa ruine et de précipiter dans le désarroi salariés et actionnaires. En d'autres termes, n'importe quelle réglementation pourra toujours être contournée par des acteurs peu scrupuleux.*<sup>551</sup> », a provoqué un violent séisme sur les marchés financiers, amorçant ainsi une succession de scandales financiers, sans précédents<sup>552</sup>, qui ont conduit le législateur à mener, d'urgence, un état des lieux d'une situation visiblement gangrénée par différents dysfonctionnements. Cet état des lieux a, notamment, été réalisé aux Etats-Unis par le biais d'un bon nombre d'auditions précédant l'adoption du Sarbanes – Oxley Act, lequel a été promulgué le 30 juillet 2002 et se présente comme « *la réponse du législateur américain aux défaillances du système de gestion et d'information* <sup>553</sup> » entourant les sociétés cotées<sup>554</sup>. Ces auditions visaient à entendre toute partie prenante, volontaire ou involontaire, au processus de fraude comptable réalisé par le géant de l'énergie. C'est à ce titre que les agences de notation qui avaient noté Enron dans la catégorie « *Investment Grade* » les jours précédents la faillite de cette dernière, ont été entendues pour répondre de cette bétise inacceptable. Effectivement, Standard and Poor's et Fitch notaient encore Enron BBB<sup>555</sup> quelques jours avant la débâcle du 2 décembre 2001. Moody's, quant à elle, avait noté Enron Baa3<sup>556</sup> jusqu'au 27 novembre 2001.

---

<sup>549</sup> Chapitre 11, du Titre 11 du Code américain des faillites

<sup>550</sup> United States Bankruptcy Court, Southern District of New York, “*Enron Corp. Bankruptcy Information*” case # 01-16034, Last updated April 18, 2014.

<sup>551</sup> Marie-Anne FRISON ROCHE, ouvrage collectif “*les leçons d'Enron : Capitalisme, la Déchirure*”, p.7, propos introductif de Claude BEBEAR, Ed. Autrement, le 2 janvier 2003.

<sup>552</sup> A l'image de la faillite de Worldcom, en juin 2002, qui va surpasser celle d'Enron par son ampleur (104 milliards de dollars d'actifs, 41 milliards de dollars de dette. Voir sur ce sujet, Michel AGLIETTA & Antoine REBERIOUX, “*Dérives du capitalisme financier*”, p.294, éd. Albin Michel, 6 octobre 2004

<sup>553</sup> Paul LANOIS, “*L'effet extraterritorial de la loi Sarbanes Oxley*”, p.5 éd RB Edition, 20 mars 2008.

<sup>554</sup> A noter que le SOX, vise aussi, sans exception, toutes les sociétés non américaines enregistrées auprès de la SEC, ainsi que les filiales de sociétés américains situées en France, que ces dernières soient cotées ou non.

<sup>555</sup> Loren FOX, ENRON: “*The Rise and Fall*”, Chapter “*Racing the Clock*”, p.281, Pub. John Wiley & Sons, January 30<sup>th</sup>, 2004.

<sup>556</sup> Moody's Investors Service Statement, “*Moody's Downgrades Enron Corp's Long Term Debt Ratings (Senior Unsecured to B2); Commercial Paper confirmed at not Prime; Ratings remain under review for Downgrade*”, *Approximately \$12.4 Billion of Long-Term Debt Instruments Affected*, Global Credit Research, November 28<sup>th</sup>, 2001.” *Moody's Investors Service downgraded Enron Corp's senior unsecured debt ratings to B2 from Baa3 and confirmed the Not-Prime rating of its commercial paper. Enron's long-term debt ratings remain under review for downgrade.*”

**181.** C'est ainsi que lors de la session d'ouverture des auditions des agences de notation, le Sénateur Joseph I.LIEBERMAN a déclaré que «*nous allons nous pencher sur le secteur privé des agences de notation de crédit qui exercent l'immense pouvoir - lequel est à mon sens un pouvoir quasi-gouvernemental - de déterminer quelles sociétés dans le monde de l'entreprise sont solvables et celles qui ne le sont pas. Dans la poursuite de notre objectif présent, qui est de tirer les leçons du cas d'Enron et de définir des solutions pour éviter des entreprises calamiteuses de ce type, nous interrogerons pourquoi les agences de notation ont continué à noter Enron comme un bon risque de crédit jusqu'à 4 jours avant, que cette dernière se soit déclaré en faillite. Dans cette partie particulière de notre enquête, je dois dire que j'ai beaucoup appris de chose que je ne connaissais pas, avant, concernant les agences de notation de crédit. [...] L'entière industrie de la notation de crédit consiste, en fait, en seulement trois entités, Moody Investors Service, Standard & Poor's, et Fitch Ratings - trois agences qui exercent un pouvoir considérable sur l'Amérique des Sociétés, sur les marchés, et, par conséquent, sur l'ensemble de notre économie. Ce sont des entreprises privées, dont l'influence à grande portée provient en grande partie d'un pouvoir qui leur a été conféré par le gouvernement*<sup>557</sup>». Le parlementaire américain, considère donc qu'à travers leur rôle de quasi-régulateur, ces structures auraient donc dû alarmer le marché et le régulateur sur la situation catastrophique d'Enron et ne pas participer, activement ou passivement, à ce scandale financier qui a porté atteinte à l'ensemble de l'économie américaine.

**182.** Cette déclaration du Sénateur américain porte au plus haut les inquiétudes portant sur l'adoubement controversé des agences de notation, à travers, un diptyque qui représenterait d'une part, **l'implication de ces structures dans des situations de crises (Section I)** et, d'autre part, **l'atteinte de ces dernières à l'ordre publique économique (Section II)**. Ce dytique permet, en outre, de donner une dynamique contemporaine au vieil adage, «*qui n'empêche pas le mal le favorise*<sup>558</sup>».

---

<sup>557</sup> "Rating the Raters: Enron And the Credit Rating Agencies" – "Opening Statement of Chairman Lieberman", p.1, Hearing before the Committee on Governmental Affairs, United States Senate – One Hundred Seventh Congress, Second Session, Washington, DC, US Government Printing Office, March 20<sup>th</sup>, 2002.

<sup>558</sup> Marcus Tullius Cicero, communément appelé Cicéron.

---

## Section I :

### L'implication de ces structures dans des situations de crises

---

**183.** Au lendemain de l'explosion de la crise des *subprimes*, l'actuelle Présidente de Réserve fédérale des Etats-Unis, Janet YELLEN, considérait au sujet de la titrisation et de la finance structurée issue de cette dernière que « *ces nouveaux produits financiers ont fournis la base d'une illusion du risque faible, une fausse idée qui a été amplifié par les analyses erronées des agences de notation* <sup>559</sup> ». En effet, des titres issus de créances parfois, voire souvent, douteuses, dont les tristement célèbres *subprimes*, ont par la notation émise sur ces derniers pu être admises à la négociation sur les marchés. Bien que le régulateur ait donné à ces agences un « *pouvoir quasi-gouvernemental* <sup>560</sup> », comme le soulignait de Sénateur américain Joseph I.LIEBERMAN, il n'en a, cependant, pas confié les responsabilités, contrepois d'un tel pouvoir. C'est en outre ce que le Sénateur français Philippe MARINI qualifiait de « *résultat de l'obsolescence réglementaire* <sup>561</sup> ». En effet, la réglementation n'a pas su évoluer, depuis les années 1930, avec l'influence croissante des agences de notation en responsabilisant les évaluations de ces dernières, notamment dans le cadre du processus de titrisation.

**184.** A ce titre, l'ancien Président de l'Autorité Française des Marchés Financiers, Michel PRADA, soulignait les principaux axes d'implication des structures de notation dans des situations de crise en ce qu'il considérait que « *dans le cas de la titrisation, le processus de notation fait partie intégrante de la structuration du produit, la notation n'est plus le constat*

---

<sup>559</sup> Janet L. YELLEN, President and CEO, Federal Reserve Bank of San Francisco "A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers" Presentation to the 18th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies—"Meeting the Challenges of the Financial Crisis" Organized by the Levy Economics Institute of Bard College New York City, April 16, 2009. "These new financial products provided the basis for an illusion of low risk, a misconception that was amplified by the inaccurate analyses of the rating agencies"

<sup>560</sup> Op.Cit.

<sup>561</sup> Philippe MARINI "CRISE DES SUBPRIMES: Le résultat de l'obsolescence réglementaire", Revue Banque n°696, Finance Islamique – L'ouverture Européenne, Novembre 2007

*ex-post d'une situation donnée mais l'objectif fixé ex-ante d'une entité à créer. En outre et compte tenu de la complexité des produits, un grand nombre d'investisseurs se sont reposés largement sur l'analyse réalisée par les agences au-delà, sans doute, de ce qui aurait été raisonnable, compte tenu de la portée réelle de leurs évaluations. Enfin, la brusque mais tardive dégradation des notations des produits de financement structuré a placé les agences au centre des débats »*<sup>562</sup>. L'ancien Président du gendarme de la bourse met en exergue l'importance que revêt *de facto* d'une notation dans le processus d'émission d'un nouvel instrument financier et induit le manque de suivi de ladite notation dans la vie dudit instrument, jusqu'à sa potentielle tardive dégradation.

**185.** Mais encore, le Sénateur Aymeri de MONTESQUIOU, rapporteur de la MCI Agences de Notation du Sénat, en proie à un certain agacement au regard de l'évitement dont faisait preuve les représentants<sup>563</sup> des agences de notation, pendant leurs auditions, lorsque le « *manque de fiabilité coupable* » de ces dernières était pointé du doigt avait lâché « *Lorsque les subprimes sont passées, en un an, de AAA à une situation de junk bonds ; lorsque, à l'occasion de la faillite de Lehman Brothers, les agences se contentent de nous dire qu'elles ne pouvaient pas croire que cela arriverait, en vertu du too big to fail ; lorsque, pour Enron, elles se réfugient derrière la fausseté des informations, on ne peut que s'interroger sur leur sens des responsabilités.*<sup>564</sup> ». De cette charge éclair du Marquis Sénateur, il peut être dégagé une **absence d'anticipation des agences de notation (§1)**, alors que le propre de l'évaluation du risque de crédit est de prévoir l'éventuel défaut du débiteur avant l'échéance du prêt. D'autre part, l'ancien Président du gendarme français de la bourse fait état des dégradations tardive de ces structures, dont le comportement engendre un **effet procyclique**, dans une situation de crise, lié à la dégradation massive et tardive des titres, autrefois, hautement notés (§2).

---

<sup>562</sup> Michel PRADA, Intervention au colloque « *Les agences de notation et la crise du crédit : Faux procès et vrais débats* ». Co-organisé par l'Institut Presaje, le Cercle France-Amériques, Paris-X Nanterre, et l'Association Française des Docteurs en droit, Paris, 12 décembre 2007.

<sup>563</sup> Il ne s'agissait pas de représentants directs des agences de notation, mais d'avocats qui avaient travaillé avec des agences de notation dans le cadre d'opération de titrisation. Il s'agissait de Richard PAROLAI du Cabinet ORRICK et de Jean-Guillaume de TOCQUEVILLE du Cabinet Gide LOYRETTE NOUEL, tous deux conseils d'agences de notation.

<sup>564</sup> Rapport d'information n°598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI agences de notation présenté le 18 juin 2013. Mardi 10 avril 2012 Responsabilité Juridique des agences de notation – Table Ronde.

## **§1) L'absence d'anticipation des agences de notation**

**186.** Dans le cadre de son premier rapport sur « *le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers* », l'AMF relevait que « *nombre d'acteurs de marché se sont essentiellement interrogés sur le défaut d'anticipation des agences de notation* <sup>565</sup>». Ces interrogations, bien qu'un peu tardives, se situaient dans une période charnière de prise de conscience où l'information financière, et plus particulièrement la notation, se révéla comme déterminante dans la réalisation de situation de crise.

**187.** Selon la définition préalablement observée de l'activité *rating*<sup>566</sup>, une agence de notation doit être en mesure d'évaluer le risque de crédit d'un émetteur et donc d'entrevoir dans un délai, à plus ou moins long terme, les perspectives de ce dernier à pouvoir rembourser sa dette. De ce fait, la majeure partie du *rating* ainsi que sa fiabilité résident donc principalement sur la notion d'anticipation. Par principe, le risque s'appréhende avant que celui-ci ne se réalise, sinon l'analyse du risque devient alors un constat des dommages subis. Cependant, au regard des précédentes crises financières, faillites et de l'actuelle crise de la dette souveraine il peut être indubitablement considéré que les agences de notation font preuve d'une anticipation aléatoire, voir complètement inexistante dans certain cas<sup>567</sup>. Là encore, il est particulièrement à propos de rappeler la mise en garde de l'Association des banquiers du Missouri qui considérait, en 1936, que déléguer aux agences de notation un tel pouvoir d'évaluation quasi-réglementaire était « *complètement injustifié au vu de leurs performances passées* <sup>568</sup>».

**188.** En effet, au regard des crises récentes il peut être retenu que les agences de notation favorisent par leur notation *ex-ante* d'instruments financiers, ou de sous-jacents divers, une mer calme sur laquelle pourront naviguer, et se développer, les produits les plus risqués. A ce titre, Jean Marc MOULIN considérait que dans le cadre réglementaire ou les agences de notation doivent impérativement être sollicitées pour « *évaluer les risques présentés par les produits offerts à la souscription par les fonds lorsque ceux-ci font l'objet d'une admission à la négociation sur un marché réglementé ou une offre au public ; ces risques incorporant naturellement les risques des actifs sous-jacents.[...] Dans un marché de type oligopolistique*

---

<sup>565</sup> Rapport 2004 de l'AMF sur les Agences de notation, p.8

<sup>566</sup> Ibidem, p.15.

<sup>567</sup> Gilbert HAROLD, «*Bond Ratings As An Investment Guide: An Appraisal of Their Effectiveness*» 90, 1938. Dans les chapitres 6 à 10, l'économiste démontre comment les agences de notation ont fait un remarquable défaut d'anticipation déjà dans la crise de 1929.

<sup>568</sup> Resolution of the Missouri Bankers Association at its 46th annual convention, Kansas City, Mo., May 5, 1936.

ou trois opérateurs (Moody's, Standard & Poor's et Fitch ratings) se partagent 95% des opérations arrangées par les banques, les rumeurs de conflits d'intérêts se manifestent, les structureurs de ce genre d'opérations étant naturellement portés à solliciter les services de l'agence de notation qu'il juge la plus favorable à ses intérêts ; la crise des subprimes a révélé les collusions qui ont pu exister entre les arrangeurs de véhicules de titrisation et les agences de notation [...] <sup>569</sup>». Sans aborder, en premier lieu, la question brûlante des subprimes, il peut être tout d'abord relevé le défaut d'anticipation de ces structures dans le cadre de l'effondrement du bath thaïlandais, le 2 juillet 1997, comme l'avait démontré Joseph STIGLITZ<sup>570</sup>, Ce défaut d'anticipation, parmi un ensemble d'autres facteurs, a engendré la crise économique qui était considérée, alors, comme « la plus gigantesque depuis la Grande Dépression », laquelle allait s'étendre du reste de l'Asie, à la Russie en passant par l'Amérique latine et avoir de forte répercussion sur le reste du monde. Pour mémoire, en Avril 1997, Moody's notait la Thaïlande A3 et Standard & Poor's continuait à noter cet Etat A- en août 1997, tout en démontrant un optimisme déroutant<sup>571</sup> alors que la crise monétaire du Bath Thaïlandais faisait déjà rage. Il faudra attendre Mars 1999 pour que ces deux agences de notation notent la Monarchie Thaï en « défaut sélectif », à savoir sa juste valeur<sup>572</sup>. Ce défaut d'anticipation a conduit à un effet boule de neige, lequel a engendré d'innombrables défauts de paiement des pays périphériques, à l'exemple de la Chine, l'Indonésie, de la Corée du sud, etc., entraînant le marasme économique et la fuite instantanée des investisseurs. Dans ce cas il a été reproché aux agences de notation d'avoir été trop clémentes avec la notation des pays asiatiques<sup>573</sup>. Ces derniers étaient alors en plein « boom » et multipliaient les engagements sur les marchés d'obligations afin de financer des programmes immobiliers de grande envergure aux fins de recevoir les entreprises étrangères. Cet endettement incontrôlé sur des éventuelles ventes immobilières futures était particulièrement risqué. Mais les agences de notation n'ont pas appréhendé un probable défaut

---

<sup>569</sup>Jean Marc MOULIN, «Le Droit de l'Ingénierie financière», 1027, éd. Gualino, 2013, voir aussi du même auteur «Conflits d'intérêts chez les agences de notation», Bull. Joly Bourse, numéro spécial, décembre 2008, p.580. 87.

<sup>570</sup> Joseph E.STIGLITZ, «Globalization and Its Discontents»; chapter four ; W.W.Norton & Company, 2003

<sup>571</sup> Rachele YOUNGLAI & Ana DA COSTA, «Insight: When ratings agencies judge the world», Reuters, Business News, August 2<sup>nd</sup>, 2011. L'analyse David BEERS de S&P's précisait dans son rapport émis pour l'année 1997 que la situation financière de la Monarchie Thaï devait, sans conteste, lui permettre de faire face à la crise qui atteint de plein fouet le secteur bancaire thaïlandais sans empiéter sur le soutien du bath.

<sup>572</sup> IMF Report, «International Capital Markets 1999» – Chapter 5 «Emerging Markets: Nonstandard Responses to External Pressure and the Role of the Major Credit Rating Agencies in Financial Market»p.134, September 24<sup>th</sup>, 1999.

<sup>573</sup> Helmut REISEN, «Ratings Since the Asian Crisis», OECD Development Center, Working Paper n°214 November 2003

de paiement préférant un pari spéculatif qui s'est avéré là encore perdant<sup>574</sup> ; négligeant, ainsi, la stabilité des marchés et un impératif de prudence qui doit prévaloir dans une activité d'évaluation de risque. Cette situation sera assez similaire aux facteurs ayant conduit à la crise de la dette, plus singulièrement, pour les cas des *PIGS*<sup>575</sup>. Dans un autre registre, l'exemple le plus emblématique du manque d'anticipation des agences de notation reste sans conteste celui du scandale financier dont il a été succinctement question dans les propos introductif de cette section, à savoir, Enron.

**189.** En effet, jusqu'à sa faillite en décembre 2001, Enron Corporation était une des plus grandes capitalisations boursières américaines, parmi les leaders dans le secteur énergétique (production/vente/distribution) et des matières premières (gaz naturel et dérivés de pétrole). En 2000, cette société était la 7<sup>e</sup> plus grande société aux Etats-Unis, déclarant<sup>576</sup> un chiffre d'affaire de près de USD 111 milliards et employant plus de 20.000 personnes<sup>577</sup>. Suite à des dissimulations comptables et des manipulations financières cette société s'est retrouvée anéantie littéralement du jour au lendemain, entraînant dans sa chute les fonds de pension des employés, qui avaient été investis dans les actions d'Enron, et les cabinets d'audits et d'expertises comptables d'Arthur ANDERSEN, clairement coresponsables de cette faillite<sup>578</sup>. Dans cette chute aussi vertigineuse que brutale, les agences de notation ont été présentées comme étant de véritables « pompiers pyromanes »<sup>579</sup> qui au lieu de prévenir le scandale, ayant en leurs possessions bon nombre d'informations comptables et financières, continuaient à noter Enron en catégorie investissement (*Investment Grade*)<sup>580</sup> quatre jours avant que l'entité demande auprès d'un tribunal fédéral de bénéficier de la protection au titre du Chapitre 11 de la loi sur les faillites d'entreprises américaines.

**190.** Dans le cadre de leurs auditions devant le sénat américain, les agences de notation ont dû répondre de leur rôle dans le scandale Enron. En plus des propos, précédemment évoqués, le Sénateur américain Joseph I.LIEBERMAN a clairement tenu en ligne de mire, à travers la commission sénatoriale qu'il présidait, l'anticipation dont aurait dû faire preuve ce structures

---

<sup>574</sup> Helmut REISEN & Julia Von MALTZAN “*Boom and Bust and Sovereign Ratings*”, Pub. Blackwell Publishers Ltd.1999, December 16<sup>th</sup>, 2002.

<sup>575</sup> Dénomination anglo-saxonne de l'ensemble des pays suivants: Portugal, Ireland, Greece, Spain.

<sup>576</sup> Enron Annual Report

<sup>577</sup> Wayne VISSER, “*The Age of Responsibility: CSR 2.0 and the New DNA of Business*”, Pub. John WILEY & Sons, March 2011.

<sup>578</sup> William W. BRATTO, “*ENRON and the Dark Side of Shareholder value*”, University of Pennsylvania Law School; Law review, May 2002.

<sup>579</sup> Anne DRIF, “*Les agences de notation sous les feux de la concurrence*”, Les Echos n°19438, p.30, le 20 juin 2005.

<sup>580</sup> Bernard LEON, “*Condamner les agences de notation (1ere partie)*”, Le Monde, le 15 juin 2011.

de part, notamment, leur rôle de « Chien de garde <sup>581</sup>» du marché. La ligne de mire étant marquée, lorsque Mr. Ronald M. BARONE avait tenté de se défendre en affirmant que « *le marché attend de nous, avec tout le respect que je vous dois, Sénateur, que nous prenions une [opinion] approche tempérée et réfléchie [au sujet d'Enron] <sup>582</sup>*», le Sénateur BUNNING lui rétorqua vigoureusement que « *Non, le marché attend de vous que vous anticipiez ce qu'il se passe et que vous alarmiez les gens si quelque chose vous interpelle. Ce que vous n'avez pas fait [dans le cas d'Enron].<sup>583</sup>* ». Ce morceau du débat représente un véritable *Home Run*<sup>584</sup>, pour le Sénateur BUNNING, ancien joueur professionnel de baseball, et met en évidence le fait que, dans le cadre d'une notation sollicitée par Enron, Standard & Poor's et Moody's avaient accès à toute l'information disponible pour percevoir les incohérences liées aux comptes de ce géant américain et d'en alerter le marché.

**191.** Bien que les éléments concernant le manque d'anticipation des agences de notation aient été particulièrement révélateurs des insuffisances de ces structures dans le scandale Enron, les conclusions de la commission sénatoriale en charge des auditions, reprises à la Section 702(b) du Sarbanes-Oxley Act de 2002<sup>585</sup>, ne prévoient qu'un rapport annuel, par la SEC, sur le rôle et la fonction des agences de notation dans les opérations sur le marché des titres. Il est assez cocasse de constater que l'émission de ce rapport a été attribué à l'administration qui est la principale responsable de l'essor de ces structures de notation<sup>586</sup> et plus particulièrement de l'oligopole que constitue ce marché. Aussi, il est regrettable que les consciences publiques aient dû attendre une vague de crise ultérieure afin d'agir de façon plus directe sur la source du problème.

**192.** En effet, le contexte de dénonciation d'un manque d'anticipation des agences de notation s'est énergiquement amplifié depuis la crise des subprimes, qui a éclaté à partir de l'été 2007. Les divers législateurs se sont alors aperçus que la gravité de cette nouvelle crise

---

<sup>581</sup> "Rating the Raters: Enron And the Credit Rating Agencies" – "Opening Statement of Chairman Lieberman", p.1, Hearing before the Committee on Governmental Affairs, United States Senate – One Hundred Seventh Congress, Second Session, Washington, DC, US Government Printing Office, March 20<sup>th</sup>, 2002. "We are engaged in an ongoing investigation here into whether the private and public watchdogs did all they could have done to prevent or at least anticipate and warn the rest of us of Enron's collapse."

<sup>582</sup> Ibidem, Ronald M. BARONE, Managing Director, Corporate and Government Ratings Group, Standard & Poor's : "The market expects us, with all due respect, Senator, to take a tempered, deliberate approach", p.25

<sup>583</sup> Ibidem, Senator Jim BUNNING, Rep. Kentucky: "The market expects you to anticipate what happens and also warn people if something is red-flagging you. You didn't do it until after the fact", p.25

<sup>584</sup> Expression du baseball désignant le fait pour un batteur d'expédier la balle au-delà des limites du terrain et de faire, par ce biais, directement gagner le point pour son équipe. C'est un coup magistral devant lequel l'adversaire ne peut rien.

<sup>585</sup> Loi Sarbanes-Oxley, Public Law 107-204, promulguée par le Président Georges Walker BUSH le 30 juillet 2002.

<sup>586</sup> Voir Section I: *La politique publique de delegated monitoring la légitimation d'une influence*, p.103

procédait de leur propre action passée, laquelle visait à faire reposer sur les agences de notation l'évaluation dont dépendait l'accès au marché des titres négociables sur les marchés réglementés. Comme il a pu être précédemment analysé, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ainsi que d'autres régulateurs, notamment européens, ont, après la Grande Dépression de 1929, engagé une politique de *delegated monitoring* au travers de laquelle les agences de notation ont eu l'exorbitant pouvoir de limiter, voire d'interdire, l'achat ou la détention de titres qui ne bénéficieraient pas d'un bon *rating*<sup>587</sup>. Ce pouvoir va être accentué par la réglementation de Bâle II du 1<sup>er</sup> janvier 2007, qui va renforcer la notation externe des institutions bancaires et de l'émission d'obligation. En outre, c'est dans cet environnement que les dettes issues des prêts hypothécaires américains ont été titrisées sur les marchés et bénéficiaient d'un excellent *rating* de la part des agences de notation. Ces entités notaient souvent les *subprimes* d'un « AAA<sup>588</sup> », pour deux raisons. La première, en raison d'une conjoncture immobilière qui n'avait pas baissé depuis les cinquante dernières années et la seconde dans la mesure où en ce que ces titres étaient garantis par le Trésor américain. La chute brutale de l'immobilier en 2008, combiné à ces notations, qui étaient à l'origine du succès des *subprimes*, ont participé indiscutablement à cette crise économique et financière sans précédent. Cette participation en tant que maillon capital de la chaîne de titrisation, bien que décrit antérieurement, démontre bien du manque de suivi et d'anticipation de ces structures au regard de bon nombre de créances ayant fait défaut.

**193.** En plus des petits investisseurs ayant subis les frais de ces défauts, Un bon nombre de banque d'investissement à l'instar de Lehman Brothers, Deutsche Bank, Bear Sterns, JPMorgan Chase, UBS, Morgan Stanley, ont réalisé des opérations pour compte propres, allant jusqu'à créer des portefeuilles uniquement composés de titres de type RMBS ou CDO. La Deutsche Bank, à New York, avait par exemple constitué un portefeuille à hauteur de USD 102 milliards sur lesdits titres<sup>589</sup>. La banque d'investissement Lehman Brothers avait aussi une impressionnante exposition sur les titres dérivés de créance hypothécaire, laquelle représentait un montant de USD 111 milliards<sup>590</sup>. Bien entendu, ces Etablissements, ainsi que les sociétés d'investissement, d'assurance vie, fonds de pension et autres entités régulées respectaient en

---

<sup>587</sup> Norbert GAILLARD, « Faut-il se « désintoxiquer » de la notation financière », Les Echos, le 25 juin 2011.

<sup>588</sup> « Sarkozy fait des agences de notation un bouc émissaire », L'Express.fr, le 25 avril 2008.

<sup>589</sup> AOZORA BANK, LTD Vs DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC and DEUTSCHE BANK AG, Memorandum of Law in Support of Defendant's Motion to Dismiss, Index N°652161/2013 Motion Sequence N°001, p.21, March 10<sup>th</sup>, 2014.

<sup>590</sup> Lehman Brothers Holdings Inc. Form 10-K for fiscal year ended November 30, 2007., Voir aussi, Rosalind Z.WIGGINS, Thomas PIONTEK, Andrew METRICK «The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview», Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-31-V1, Pub Yale School of Management. October 1<sup>st</sup>, 2014.

théorie la réglementation de la SEC et les standards internationaux du secteur qui limitaient les opérations pour compte propre aux titres éligibles<sup>591</sup>, à savoir aux titres notés en catégorie investissement, voire AAA ou équivalent<sup>592</sup>.

**194.** Il convient de rappeler que les modélisations des portefeuilles de *trading* pour compte propre se réalisaient sur les bases, certes anachroniques, des réglementations héritières du New Deal, à l'exemple des réglementations dites de Bâle, lesquelles imposaient une modélisation de *mark to model*, plutôt que celle d'un *mark to market* pour l'appréciation des bilans des Etablissements financiers et autres structures réglementées. Toutefois, le *model* a largement été altéré, d'une part, en raison des notations trop compatissantes, dans la première partie des années 2000, et, d'autre part, par une dégradation en masse des titres qui ne se trouvaient, brusquement, plus en catégorie investissement. Ce *model* n'était donc plus fiable et pourtant le marché utilisait toujours cette formule déconnectée de la réalité financière des actifs évalués. Ainsi, entre le 7 juillet et le 11 octobre 2007, Moody's a dégradé 83% des instruments financiers de type RMBS, CDO, ABS, qui étaient notés Aaa et l'intégralité de ceux qui étaient notés Baa<sup>593</sup>. Avant la fin de l'année 2007, 89% de ces instruments dégradés se sont vu reléguer à un rang de *junk securities*<sup>594</sup>. De ce fait, le *mark to model* s'est vu piégé à son propre principe qui avait motivé sa création, à savoir de limiter la faillite des banques. Comme l'a souligné le Sénateur Carl LEVIN, « *alors que ces réglementations fédérales avait pour objectif d'aider et de protéger l'investisseur contre des titres peu sûres, ces réglementations ont eu l'effet contraire quand la note AAA s'est relevée inexacte* <sup>595</sup> ». En effet, dans le cas des *subprimes*, le *mark to model* indexé sur la notation n'a fait que favoriser, voire provoquer, la faillite de certaines banques, à l'exemple de Lehman Brothers, notée A2 par Moody's 4 jours avant sa faillite<sup>596</sup>, Bern Sterns, Merrill Lynch, AIG qui étaient tous en Catégorie Investissement à quelque jours

---

<sup>591</sup> Depuis le Investment Company Act of 1940 Rule 2a-7(a)(10) qui vient définir la notation de "Eligible Security" (ou Titres éligible) comme un titre ayant reçu une notation dans les deux catégories les plus élevées de notation (17 CFR § 270.2a-7(a)(10)) ou en France la « *Position AMF n°2011-13 relative au classement des OPCVM en équivalent de trésorerie* » P.8. 23 septembre 2011.

<sup>592</sup> Carl LEVIN, Sénateur (D-Mich.), Committee on Homeland Security and Governmental Affairs "Wall Street and The Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse" – "Increasing High Risk Loans and Unaffordable Housing", April 13<sup>th</sup>, 2011, p. 241, "Legal Pressure for AAA Ratings"

<sup>593</sup> Phil ANGELIDES, "Financial Crisis Inquiry Report", p.222, Diane Publishing, March 1st, 2011.

<sup>594</sup> Ibidem, p.222 – 223, Titre de créance auquel est rattaché une forte probabilité de défaut en comparaison à un titre en *Investment Grade*.

<sup>595</sup> Op.Cit., p.7, "While these federal regulations were intended to help investors stay away from unsafe securities, they had the opposite effect when the AAA ratings proved inaccurate".

<sup>596</sup> Moody's Investors Service, Rating Action "Moody's places Lehman's A2 rating on review with direction uncertain" Global Credit Research, September 10 2008.

de leur faillite<sup>597</sup>. Là encore le défaut d'anticipation des agences de notation est particulièrement notable au regard de titres qui ne sont plus évalués en *Investment Grade* du jour au lendemain.

**195.** La crise des *subprimes* a permis une prise de conscience, laquelle a pris la forme, là encore, de commission parlementaire d'enquête et autres rapports. Au regard de l'épicentre de cette crise, se situant, aux Etats-Unis il convient de se référer à la véritable dissection, sur Wall Street et la crise financière, à laquelle s'est livré le *Permanent Subcommittee on Investigations, Committee on Homeland Security et Governmental Affairs* présidé par le Sénateur Carl LEVIN. Dans le rapport procédant de cette dissection, intitulé « *Anatomy of a Financial Collapse* », les parlementaires américains constatent à plusieurs reprises ce manque d'anticipation. Les Parlementaires de la Mission Commune d'information du Sénat Français aura le même constat en ce qu'ils considéreront que « *les agences de notation ont été incapables d'anticiper les catastrophes financières, puis économiques que nous avons connues* »<sup>598</sup> relevant, notamment, les nombreux conflits d'intérêts ayant faussé la jauge par laquelle les titres étaient évalués, voir sciemment surévalués<sup>599</sup>.

**196.** L'exemple de ces trois cas démontre bien le manque d'anticipation des agences de notation au regard de situation de crise au-devant desquelles ces structures auraient, de par leur statut et l'asymétrie d'information dont elles disposaient, alerter le marché. Toutefois, il est vrai que les divers législateurs ont consacré l'évaluation qu'émettent ces agences sans pour autant formaliser au quelconque devoir de surveillance ou d'alerte. Si la question du rôle des agences de notation dans une société à modèle capitalistique demeure l'objet d'une réflexion, qui sera conduite dans la deuxième partie des présents travaux, il est indéniable que ces structures apparaissent, au regard de la faillite des Etablissements financiers susnommés, particulièrement procycliques dans les situations de crises.

---

<sup>597</sup> Entretien entre Charles H.FERGUSON et Jerry FONS, ancien directeur général de Moody's, disponible dans l'ouvrage intitulé « *L'Amérique des Prédateurs* », p153-154, éd. JCLattès, 2013.

<sup>598</sup> Comptes Rendus de la MCI Agences de notation, Audition de MM Bernard de MONTFERRAND et Markus KRALL sur le Projet de Roland BERGER de création d'une agence de notation européenne, Mercredi 2 mai 2012.

<sup>599</sup> Jean Marc MOULIN, « *Conflits d'intérêts chez les agences de notation* », Bull. Joly Bourse, numéro spécial, décembre 2008, p.580. 87.

## **§2) La démonstration du caractère procyclique des agences de notation à l'occasion des crises financières**

197. Dans une interview qu'il avait accordée au quotidien La Stampa, alors qu'il n'était que le secrétaire général adjoint et chef économiste de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), Pier Carlo PADOAN, actuellement Ministre de l'économie du gouvernement de Mateo RENZI, tirait à boulet rouge sur les agences de notation en considérant à leur sujet qu'elles « *ont confirmé qu'elles étaient fortement procycliques.[...]Ce n'est pas vrai qu'elles transmettent des informations: elles expriment des jugements, entraînant une accélération de tendances déjà à l'oeuvre. C'est comme pousser quelqu'un qui est au bord d'un ravin. Elles aggravent la crise.<sup>600</sup>* ». Cette dynamique procyclique des agences de notation peut être parfaitement illustrée à travers **la crise des subprimes (a)** et surtout par **la crise des dettes souveraines (b)**.

### **A) Le cas de la crise des subprimes**

198. Dans le cadre de la crise des prêts hypothécaires américains, il a pu être précédemment souligné l'importance capitale d'une notation en *Investment Grade* des instruments financiers qui se trouvaient dans le portefeuille, en compte propre, des banques. Pour révéler l'action procyclique de ces structures, il est nécessaire de retracer, d'une part, la construction sociétale et financière de ce que sont les *subprimes*. D'autre part, il est important d'analyser les facteurs ayant conduits à une crise, procédant d'une construction qui est basée essentiellement sur un idéal au sujet duquel, l'humoriste américain, George CARLIN se plaint à rappeler, avec un certain cynisme, qu'« *on l'appelle rêve américain parce qu'il faut être endormi pour y croire* <sup>601</sup> ».

199. En effet, les *subprimes* procèdent directement de l'idéal insufflé par l'« *American Dream* », ou Rêve Américain, théorie socio-économique sacralisée par la « *Declaration of Independence* » du 4 Juillet 1776, en vertu, ou à cause de laquelle, tout doit être possible, ainsi que d'accéder à la propriété à n'importe quel prix<sup>602</sup>. Alexis de TOCQUEVILLE fut l'un des

---

<sup>600</sup> La Stampa, 21 juillet 2011; OECD Sovereign Borrowing Outlook 2012, p.37, March 1<sup>st</sup> 2012

<sup>601</sup> George CARLIN, « *Life is Worth Losing* » Stand-up show, 2005.

<sup>602</sup> James TRUSLOW ADAMS, « *The Epic of America* », Greenwood Press, 1931. Selon l'auteur, « *Le rêve américain est le rêve d'un pays où la vie devrait être meilleure, plus riche et complète pour tout le monde, avec des opportunités pour tous en accord avec les accomplissements et les habilités de chacun* ». L'auteur précise que

premiers à décrire cette véritable philosophie, motrice de la vie américaine, selon les termes suivants : « *les Etats-Unis peuvent connaître des inégalités de fortune, mais chaque Américain doit avoir la possibilité de s'enrichir et de s'élever par son travail.* »<sup>603</sup> ». Les *subprimes* ont donc été conceptualisées dans le cadre d'une politique visant à faciliter l'accès à la propriété des classes les plus modestes de la société américaine. Selon une définition de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)<sup>604</sup>, les *subprimes* sont des « *crédits hypothécaires consentis à des emprunteurs présentant un niveau de risque supérieur à celui de l'emprunteur traditionnel, soit du fait d'une incapacité à gérer leurs finances personnelles, soit parce que leur capacité de remboursement a été compromise par des événements adverses.* ». En d'autres termes, il s'agit de prêts hypothécaires américains qui ont été consentis à des emprunteurs qui présentaient un niveau de risque très élevé, en l'espèce, supérieur à celui d'emprunteurs dits plus classiques, et qui dans un cadre traditionnel d'octroi d'un prêt se seraient vu réduire sensiblement leur capacité à emprunter. D'où leur nom de *subprime* (sous-prime ou sous-premier), par opposition au crédit dit *prime* qui sera accordé à un emprunteur avec un risque de crédit très limité.

**200.** En 2008, l'AMF considérait que plusieurs critères peuvent être retenus pour classer un crédit dans la catégorie *subprime*, à savoir que « *comme les ratios classiques du type dette/revenu et prêt/valeur du bien (Loan to Value). L'élément déterminant semble cependant être le score FICO (Fair Isaac Corporation), qui est une échelle de scoring calculée à partir de l'historique de crédit de l'emprunteur. Généralement, on qualifie un crédit hypothécaire de subprime lorsque l'emprunteur obtient un score FICO inférieur à 620, sur une échelle allant de 300 à 850. Parallèlement aux crédits subprimes, on trouve les prêts Alt-A, qui présentent un niveau de risque un peu inférieur aux crédits subprimes. Ces deux types de crédit sont dits « non conforming », au sens où ils ne peuvent pas bénéficier de la garantie des agences gouvernementales. Il en va de même pour les prêts jumbos, dont les montants sont trop élevés au regard des critères d'éligibilité fixés par ces agences (soit un prêt maximum de 417.000 dollars pour un « single family loan* »<sup>605</sup>). Ce type de financement à très haut risque pour

---

cette conception est purement américaine, héritière des pères fondateurs, *Founding Fathers* et cet idéal représente « *un rêve qu'il reste difficile à interpréter adéquatement pour les classes supérieures européennes* ».

<sup>603</sup> Alexis de TOCQUEVILLE, « *De la démocratie en Amérique* », Chapitre III « *Etat social des anglo-américains* », 1835, Paris, éd. Flammarion, 1981.

<sup>604</sup> Carine ROMÉY & Bastien DRUT, « *Une analyse de la notation sur le marché des RMBS Subprimes aux Etats-Unis* », Risque et Tendances n°4, p.5. Autorité des marchés financiers, janvier 2008

<sup>605</sup> Ibidem.

l'emprunteur<sup>606</sup>, mais à fort rendement pour le créancier, a été mis en place à travers un certain nombre de législations visant à assurer l'accession au Rêve Américain pour le plus grand nombre, notamment, au lendemain de la Grande Dépression.

**201.** Ainsi, parmi les réglementations les plus importantes ayant façonné le crédit *subprime*, il peut être souligné l'adoption en 1934, dans le cadre du New Deal du Président Franklin D. ROOSEVELT, du "*National Housing Act*<sup>607</sup>", lequel sera amendé<sup>608</sup> en 1938 pour créer Fannie Mae. Ce dernier est un organisme gouvernemental de refinancement hypothécaire et de garantie pour des prêts consentis par d'autres Etablissement financiers afin, là encore, de promouvoir l'accession à la propriété au plus grand nombre. En 1970, le "*Housing and Urban Development Agency*" et *Freddie Mac* sont créés, à savoir, deux agences gouvernementales de même acabit que la précédente. C'est dans le cadre de leur mission de refinancement hypothécaire que *Fannie Mae* et *Freddie Mac* vont bénéficier d'une garantie de l'Etat Américain d'environ USD 5,2 trillions<sup>609</sup>. Selon une étude réalisée par Joseph E. STIGLITZ, Jonathan M. ORSZAG et Peter R. ORSZAG, cela représente près de la moitié du PIB des Etats-Unis<sup>610</sup>. Fort de leur statut de *Gouvernement-sponsored enterprise*<sup>611</sup>, ces deux organismes vont pouvoir rendre liquide ces créances «*subprimes*», en réalisant des émissions d'instruments financiers<sup>612</sup>, lesquels jouiront automatiquement d'une très bonne notation au regard de la garantie implicite de l'Etat Américain rattachée auxdites émissions<sup>613</sup>. En 1977, l'administration du Président Jimmy Carter fait passer en force<sup>614</sup> le « *Community Reinvestment Act* <sup>615</sup>», dit CRA, qui vise principalement à étendre l'accès à la propriété aux quartiers les plus défavorisés. En 1995 ce

---

<sup>606</sup> Rajdeep SENGUPTA & William R. EMMONS, "*What is Suprime Lending?*", p.1, Economic Synopses, n°13, 2007, Federal Reserve Bank of Saint Louis, le taux variable de base étant en principe très élevé pour l'emprunteur, ce dernier, peut subir une hausse des taux beaucoup plus brutale que celle d'un emprunteur classique.

<sup>607</sup> The National Housing Act of 1934, Pub.L. 84-345, 48 Stat. 847, enacted June 28, 1934.

<sup>608</sup> National Archives of the United States of America. "*Records of the Federal National Mortgage Association*". Record Group 294 – 1938-58. Originally chartered as the National Mortgage Association of Washington, a wholly owned subsidiary of the RFC, February 10<sup>th</sup>, 1938, under Title III of the National Housing Act as amended (52 Stat.23), February 10<sup>th</sup>, 1938. Redesignated FNMA, April 1938, SEE 294.1

<sup>609</sup> W. Scott FRAME, Andreas FUSTER Joseph TRACY, James VICKERY, "*The Rescue of Fannie Mae and Freddie Mac, Federal Reserve Bank of New York*" – Staff Reports N°719, p.1, March 2015

<sup>610</sup> Joseph E. STIGLITZ, Jonathan M. ORSZAG & Peter R. ORSZAG "*Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-Based Capital Standard*", Fannie Mae Papers, Volume I, Issue 2 March 2002

<sup>611</sup> OCDE Economics Glossary, en Français :Institution Financière spécialisée d'intérêt public, P 192, 17 novembre 2006.

<sup>612</sup> Voir Section II : La politique privée d'externalisation de l'analyse : la consécration d'une influence §1) L'essor de la Titrisation : moteur du développement de la notation, page 119

<sup>613</sup> W. Scott FRAME, Andreas FUSTER Joseph TRACY, James VICKERY, Op.Cit., p.4

<sup>614</sup> Sandra F.BRAUNSTEIN, "*Prepared Testimony of Ms. Sandra F. Braunstein, Director, Division of Consumer and Community Affairs, FRB; Serial 110-90, Hearing on The Community Reinvestment Act: Thirty Years of Accomplishments, but Challenges Remain*" United States House Committee on Financial Services FRB, February 13<sup>th</sup>, 2008

<sup>615</sup> The Community Reinvestment Act, P.L. 95-128, 91 Stat. 1147, enacted October 12, 1977.

texte sera amendé afin d'accélérer et simplifier le processus d'accès à la propriété. Le 16 décembre 2003, l'administration du Président George Walker BUSH va encore plus loin en adoptant le «*American Dream Downpayment Initiative Act (ADDI)*», loi qui permettra d'entendre encore plus les conditions d'éligibilités à ce type de financement.

**202.** Le cadre réglementaire susmentionné, doublé d'un crédit très peu cher, grâce ou à cause du mécanisme de titrisation précédemment évoqué, lequel bénéficiait de la participation active des agences de notation, et d'un taux directeur de la Reserve Fédérale Américaine(FED), devenu prodigieusement bas, ont formé le cocktail ayant indiscutablement favorisé, voire dopé, artificiellement le marché de l'immobilier aux Etats-Unis dans les années 2000. Pour mémoire, il est important de rappeler que le taux directeur de la FED qui était de 6.50% en décembre 2000 a été miraculeusement rabaisé à 1.75%, en décembre 2001, pour atteindre 1% en juin 2003<sup>616</sup>, soit quelque mois avant l'adoption, le 16 décembre 2003, de l'«*American Dream Downpayment Initiative Act* » (ADDI)<sup>617</sup> préparé par l'administration Président George Walker BUSH. Ce dernier, affichait clairement son objectif bien ambitieux lorsqu'il affirmait que «*Nous voulons 5.5 millions en plus de propriétaires d'ici 2010 – Ces millions de propriétaires issues des classes défavorisées d'ici 2010. 5.5 millions de familles d'ici 2010 posséderont une maison*<sup>618</sup> ».

**203.** De ce fait, cette situation était bien loin du *motto* «*s'enrichir et [...] s'élever par son travail* » rapporté, de son temps par TOCQUEVILLE, pour illustrer le *Rêve Américain* les facteurs, ci-dessus, exposés préparant plus à ce qui sera considéré comme le *Cauchemar Américain*<sup>619</sup>, à savoir, l'explosion de la Bulle Immobilière des années 2000 et la crise des *subprimes*. Pourtant, un bon nombre d'observateurs avertis avait tenté de prévenir les pouvoirs publics nationaux américains et extranationaux, à l'instar de Robert SCHILLER qui démontrait clairement, dans une étude de 2004, que la forte hausse des prix de l'immobilier n'était pas dû à un renforcement des fondamentaux. En effet, selon l'économiste, cette hausse des prix était

---

<sup>616</sup> Marc LABONTE & Gail E.MAKINEN, «*Federal Reserve Interest Rate Changes: 2000-2008*», p.3, Table 1. *Recent Interest Rate Changes*, CRS Report for Congress, Order Code 98-856 E, Updated March 19<sup>th</sup>, 2008.

<sup>617</sup> S.811 (108thCongress) presented the *American Dream Downpayment Initiative Act* April 8<sup>th</sup>, 2003, which was enacted after being signed by the President BUSH on December 16<sup>th</sup>, 2003, P.L.108-186 P.11.STAT 2685.

<sup>618</sup> President George W. BUSH, «*Speech to HUD Employees on National Homeownership Month*», Washington, DC, Tuesday June 18<sup>th</sup>, 2002. Archives of U.S. Department of Housing and Urban Development. «*So I've set this goal for the country. We want 5.5 million more homeowners by 2010 -- million more minority homeowners by 2010. (Applause.) Five-and-a-half million families by 2010 will own a home. That is our goal. It is a realistic goal. But it's going to mean we're going to have to work hard to achieve the goal, all of us*».

<sup>619</sup> Michael LEGG & Jason HARRIS, «*How the American dream became a global nightmare: An analysis of the causes of the Global Financial Crisis*», p. 350- 289, The University of New South Wales Law Journal 2009, January 2009.

un phénomène purement artificiel procédant d'un levier de financement implicitement garanti par l'Etat fédéral, lequel était soutenu par la forte demande de dérivé de crédit hypothécaire sur l'ensemble des marchés financiers internationaux<sup>620</sup>. Aussi, ces instruments financiers, qui pour la plupart notés en catégorie investissement, étaient particulièrement appréciés des investisseurs car ils offraient des rendements attractifs tout en représentant des investissements sûrs, au regard de la notation qu'ils arboraient. Ainsi, le Professeur Richard GUTTMANN souligne que des « *CDOs notés AAA étaient considérés sûrs mêmes s'ils consistaient entièrement [en de la structuration] des tranches les plus risquées de MBSs*<sup>621</sup> ». Mais encore, lors d'une conférence devant le Fonds Monétaire International le 7 septembre 2006, Nouriel ROUBINI déclarait que sa « *préoccupation aujourd'hui est que l'éclatement de la bulle immobilière – que nous n'avons pas encore vu arriver [et qui arrive à grand pas]-va conduire à des problèmes bancaires systémiques. Cela va commencer avec les prêteurs subprimes –ils sont déjà en difficulté en raison de l'augmentation des défauts de paiement et des saisies immobilières – et puis cela [la crise] va se transmettre à d'autres banques et institutions financières dans tout le pays.*<sup>622</sup> » En effet, les instruments financiers issus de la titrisation de ces prêts, que l'économiste qualifiait de « NINJA<sup>623</sup> » pour *No Income, No Job & Assets*, bénéficiait d'une bonne, voire trop bonne, notation jusqu'à la multiplication des défauts de paiement de la part des prêteurs bénéficiant de ces prêts et des saisies immobilières, notamment, dans la seconde moitié de l'année 2006.<sup>624</sup> Même si ces défauts se sont multipliés en 2006, les agences de notation attendront jusqu'en juillet 2007 pour s'engager sur un cycle de dégradation massive qui engendrera, directement ou indirectement, des pertes massives et amorcera ce qui deviendra une crise systémique.

**204.** Il est important de souligner que les notations attribuées aux titres RMBS et CDO sont, en principe, émises pour toute la durée de vie des titres<sup>625</sup>, à savoir, jusqu'à leur maturité.

---

<sup>620</sup> Karl E. CASE & Robert J.SCHILLER, “*Is There a Bubble In The Housing Market?*”, p.340, Section “*Is a Housing Bubble about to Burst?*” Cowles Foundation For Research in Economics Yale University, Paper n°1089, 2004

<sup>621</sup> Robert GUTTMANN, “*Finance-Led Capitalism: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets?*”, Palgrave Macmillan, November 17<sup>th</sup>, 2014, AAA-rated CDOs were considered safe even though they consisted entirely in higher risk MBS tranches

<sup>622</sup> International Monetary Fund Book Forums & International Seminars Lecture and Discussion with Nouriel ROUBINI, Washington, D.C., Thursday, September 7, 2006, IMF Transcript. “*And my concern today is that the bursting of the housing bubble -- we have not seen it yet -- is going to lead to broader systemic banking problems. It is going to start with the subprime lenders -- they are already in trouble because of increases in delinquencies and foreclosures -- and then it is going to be transmitted to other banks and financial institutions all over the country.*”

<sup>623</sup> Nouriel ROUBINI & Stephen MIHM, “*Crisis Economics?*”, p.65, éd .Penguin Book 2011.

<sup>624</sup> Voir Stéphane SORBE, “*Foreclosures in the United States and financial institutions' losses?*” TRÉSOR-ECONOMICS No. 57 – May 2009 – p. 3

<sup>625</sup> Car elle permet d'évaluer un potentiel défaut à l'échéance d'une obligation.

Toutefois, il est vrai que des circonstances, extérieures aux fondamentaux, desdits titres peuvent intervenir, telles que des nationalisations, des situations de conflits qui pourraient mettre, par exemple, en péril une industrie, une catastrophe (la rupture d'un barrage, l'explosion d'une centrale), peuvent changer la donne et justifier que les agences de notation de crédit assurent la surveillance de chaque instrument financier noté afin de réviser, si cela s'avère nécessaire, à la baisse la notation initiale<sup>626</sup>. Toutefois, l'évaluation des fondamentaux, très faibles, d'un crédit *subprime* ne devrait pas pouvoir donner lieu à l'émission d'une notation en *Investment Grade* des titres rattachés à ces créances à haut risque. Certes, la caricature que fait Nouriel ROUBINI de ces prêteurs est un peu poussée, en ce qu'il les qualifie de « *NINJA* », cependant, au regard de la qualité des sous-jacents notés, une notation en *Investment Grade* s'avère vraisemblablement injustifiable, et ce, quand bien même la garantie de l'Etat américain reste invoqué pour l'émission desdites notation trop optimistes. Pour mémoire ladite garantie était implicite du fait des structurations réalisées par Fannie Mae et Freddie Mac, aucune garantie officielle n'avait été consentie par l'Etat américain sur les divers prêts structurés, ce qui relève un véritable dysfonctionnement, notamment, dans les évaluations réalisées par les agences de notation.

**205.** Qui plus est, il convient de rappeler qu'avant la crise *des subprimes*, le nombre de révisions à la baisse ou à la hausse des notations de financements structurés était assez rare, voire exceptionnel<sup>627</sup>. Selon un rapport de la Réserve Fédérale de New York, entre l'année 2004 jusqu'à la première moitié de l'année 2007, Moody et Standard & Poor's ont attribués AAA à une majorité des titres RMBS et CDO émis aux États-Unis, notant parfois d'un triple A jusqu'à 95% d'une opération de titrisation. Ce sont ces mêmes titres qui, comme il a été observé dans le paragraphe précédent, ont fait l'objet d'une dégradation massive à partir de juillet 2007. Cet élan de dégradation ayant été comparé à une véritable « *course de chevaux* » où le vainqueur dégraderait plus vite et en plus grande quantité.<sup>628</sup> En 2010, 90% des notations AAA attribués aux titres RMBS en 2006 et 2007 avait été rétrogradées en statut Junk<sup>629</sup>. Cette dégradation

---

<sup>626</sup> Ainsi Moody's précise dans sa publication "Moody's Rating Symbols and Definitions 2015" que "la qualité de la plupart des émetteurs et de leurs obligations n'est pas fixe et stable sur toute une période donnée, mais cette qualité tend à subir des changements. Pour cette raison, les changements dans les notations se produisent de manière à refléter ces variations au regard de la position intrinsèquement évolutive des émetteurs et de leurs obligations".

<sup>627</sup> Fitch Ratings, "Fitch Ratings Global Structured Finance 2009 Transition and Default Study," Published by Fitch Ratings, March 26<sup>th</sup>, 2010.

<sup>628</sup> Adam B.ASHCRAFT, Paul GOLDSMITH-PINKHAM & James I.VICKERY "MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom", p.5. Federal Reserve Bank of New York Staff Report no. 449, European Banking Center Discussion Paper N°2010-24S, May 14<sup>th</sup>, 2010.

<sup>629</sup> Junk peut se traduire littéralement par "Pourrie", autrement dit, ce qualificatif est réservé à un instrument hautement spéculatif.

massive a provoqué une véritable panique sur les marchés. En effet, ce qui représentait un investissement sûr est subitement devenu une véritable bombe à retardement dont il fallait se livrer, et ce, avant que la mèche de la dégradation ne fasse exploser les conséquences d'un défaut. C'est au fil de ces dégradations que les titres qui étaient, la veille, éligibles au portefeuille en compte propre des banques sont devenus des indésirables dont il fallait se défaire au plus vite, sous peine de ne plus avoir les fonds propres réglementaires à l'activité d'Etablissement de crédit.

**206.** Pour mémoire, le régulateur américain avait permis, par une décision du 28 avril 2004, aux Etablissements dont les fonds propres étaient estimés à plus de USD5 milliards, à savoir, ceux qui étaient considérés *Too Big to Fail*<sup>630</sup>, de faire exception à la *Net Capital Rule*. Cette exception permettait à ces derniers l'usage d'un effet de levier plus important sur les marchés, ce qui devait permettre d'injecter sur ce même marché environ USD 26 milliards, qui devaient bénéficier *in fine* à l'économie américaine.<sup>631</sup> Les Banques qui bénéficiaient de la disposition d'exemption à la *Net Capital Rule* étaient Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch et Morgan Stanley<sup>632</sup>. Toutefois, cette disposition a particulièrement affaibli les fonds propres de la majorité de ces Etablissements qui au fur et à mesure de ces dégradations se sont vu ne plus pouvoir faire face à leur exposition en termes de titres de créances, toute structuration confondue. Ainsi, ces Etablissements se sont vu, du jour au lendemain, devoir écouler sur le marché un stock massif d'investissements indésirables dont la dégradation massive et la surexposition ont conduit pour certains à la faillite<sup>633</sup>. Parmi les diverses exemples de ces Etablissements, il peut être cité AIG, Bear Stearns, Merrill Lynch et Lehman Brothers.

---

<sup>630</sup>Traduit littéralement par "Trop gros pour faire faillite"

<sup>631</sup>United States General Accounting Office, "Analysis Under 5.U.S.C § 801 (a) (1) (B) (i)-(iv) of a Major Rule Issued by the Securities and Exchange Commission Entitled "Alternative Net Capital Requirements for Brokers-Dealers that are Part of Consolidated Supervised Entities", p.3, B-294184 June 25<sup>th</sup>, 2004

<sup>632</sup>Katia D'HULSTER, "The Leverage Ratio: A New Binding Limit on Banks", Note Number 11, p.5, Financial and Private Sector Development Vice Presidency, crisis response, Public Policy for the Private Sector, December 2009.

<sup>633</sup>Ce scénario a notamment été mis en scène par le réalisateur J.C.CHANDOR dans le film intitulé "Margin Call", sorti en 2011

**207.** La première fut renflouée par l'Etat américain<sup>634</sup>, la seconde rachetée par J.P.Morgan Chase<sup>635</sup>, la troisième absorbée par Bank of America<sup>636</sup> et la dernière fit faillite car elle n'eut pas de repreneur<sup>637</sup>. Lehman Brothers avait pourtant reçu des marques d'intérêts de la part de potentiels acquéreurs, dont Barclays Plc. Toutefois, la banque d'investissement américaine s'était vu refuser la garantie de la FED sur ses avoirs dits toxiques, ce qui avait écarté toute idée de rachat<sup>638</sup>. Par ailleurs, dans le cadre de ses négociations avec Barclays, Lehman avait dû produire un rapport confidentiel sur son exposition sur les instruments financiers de type ABS CDO, afin que l'éventuel acquéreur puisse juger du risque rattaché à une telle opération de reprise. Dans un rapport datant du 1<sup>er</sup> novembre 2007, la banque d'investissement souligne l'impact catastrophique de la dégradation de masses des notations d'octobre 2007, laquelle a aggravé sensiblement la toxicité de son exposition rendant presque impossible sa restructuration<sup>639</sup>. Ce cas illustre bien le caractère procyclique de la dégradation massive réalisée par les agences de notation.

**208.** Mais encore, dans le cadre d'une psychologie de marché dominée par la notation, en ce qu'elle représente un élément déterminant à l'achat ou à la vente d'un titre, Michel AGLIETTA rappelait que « *la notation devient un processus entièrement procyclique et autoréalisateur*<sup>640</sup> ». Les agences dégradent des instruments dont la notation d'émission n'aurait pas dû dépasser celle en catégorie spéculative. C'est pourquoi, dans le cadre susmentionné, ces structures ne font que constater un phénomène, à savoir, la réalisation d'un défaut, tout en l'aggravant par la dégradation des éléments qui le compose, à savoir, les titres adossés aux créances défectueuses. A l'économiste de rajouter que « *le même phénomène se produit pour les banques puisque les*

---

<sup>634</sup>Board of Governors of the Federal Reserve System, Press Release, September 16, 2008. “*The Board determined that, in current circumstances, a disorderly failure of AIG could add to already significant levels of financial market fragility and lead to substantially higher borrowing costs, reduced household wealth, and materially weaker economic performance*”. À noter que contrairement aux autres Etablissements cités, AIG est un assureur, à savoir, dont dépendent plus de 90 millions de clients dans plus de 100 juridictions différentes. Ainsi, laisser cet assureur faire faillite aurait eu des conséquences, aisément compréhensibles, encore plus désastreuses que celles connues pendant la crise des *subprimes* ; Voir sur ce cas, William K.SJOSTROM JR “*The AIG Bailout*”, Washington and Lee Law Review, Vol 66.p.943, November 1st, 2009.

<sup>635</sup>Michael M. GRYNBAUM “*Bear Stearns Profit Plunges 61% on Subprime Woes*”, New York Times, September 21st, 2007; Adde. Board of Governors of the Federal Reserve System “*Bear Stearns, JP Morgan Chase and Maiden Lane LLC*”, date release, p.1.December 9<sup>th</sup>, 2014.

<sup>636</sup> Order of the Board of Governors of the Federal Reserve System “*Order Approving the Acquisition of a Savings Association and an Industrial Loan Company*” November 16<sup>th</sup>, 2008

<sup>637</sup> Rosalind Z.WIGGINS, Thomas PIONTEK, Andrew METRICK “*The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview*”, p.11, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-31-V1, Pub Yale School of Management. October 1<sup>st</sup>, 2014.

<sup>638</sup> Ibidem

<sup>639</sup> Lehman Brothers, “*Confidential Treatment Requested By Barclays*” LBEX-BARFID 0011566, November 1<sup>st</sup>, 2007.

<sup>640</sup>Michel AGLIETTA & Thomas BRAND “*Un New Deal Pour L'Europe*”, p.147. Odile Jacob, 21 mars 2013.

*agences reliant étroitement la notation bancaire et la notation souveraine* <sup>641</sup>». En effet, le processus procyclique des agences de notation est encore plus flagrant quand il se traite de la crise des dettes souveraines.

---

<sup>641</sup> Ibidem.

## B) Le cas de la crise des dettes souveraines

209. Les agences de notation étaient déjà sous le feu des projecteurs médiatiques et réglementaires lors de la crise des *subprimes*, entre 2007 et 2009. La crise des dettes souveraines permet de mettre de façon plus évidente le caractère procyclique de ces structures, et ce, en ce que ces dernières ont amplifié des phénomènes critiques ayant de lourdes conséquences. Pour comprendre le processus amplificateur de la notation dans le cadre de cette crise et, plus généralement, l'implication négative d'une dynamique de dégradation, lorsqu'un épisode critique se révèle, il convient, là encore, d'analyser l'origine de la crise des dettes souveraines, et plus particulièrement, le cas de la Grèce et de son déficit public.

210. Le 5 novembre 2010, la Commission européenne publiait un communiqué destiné à ouvrir une consultation qui serait menée au sujet des agences de notation. Cette consultation avait pour but de faire une synthèse des diverses préoccupations entourant cette activité, à savoir, que ces « *agences sont des acteurs importants des marchés financiers; il est apparu, lors de la crise de la dette qui a touché la zone euro, qu'un réexamen de certains aspects du cadre réglementaire peut s'avérer nécessaire. On redoute de plus en plus que les établissements financiers et les investisseurs institutionnels s'appuient d'une manière excessive sur des notations externes au détriment d'une évaluation interne du risque de crédit, ce qui peut entraîner une volatilité des marchés et l'instabilité du système financier*<sup>642</sup> ». En d'autres termes, l'activité de notation tendrait dans, ce type de situation, à menacer la stabilité des marchés financiers ainsi que l'équilibre de certains Etats rendus vulnérables, notamment, par la crise des *subprimes*<sup>643</sup> et le soutien massif apportés par ces derniers au système bancaire et financier, alors aux abois, ainsi qu'à l'économie réelle durement touchée<sup>644</sup>. Parmi les politiques publiques ayant participé à l'affaiblissement des divers gouvernements il peut être cité le Plan Paulson<sup>645</sup> et les divers injections de fonds réalisées par la Banque Centrale Européenne entre

---

<sup>642</sup>Services financiers: la Commission européenne lance une consultation sur les mesures futures à adopter à l'égard des agences de notation de crédit, IP/10/1471, 5 novembre 2010

<sup>643</sup>Patrick ARTUS, Jean-Paul BETBEZE, Christian de BOISSIEU & Gunther CAPELLE-BLANCARD "La Crise des Subprimes", p.83, 144 & 145, La Documentation française, Paris 2008.

<sup>644</sup>Voir sur ce sujet Hui TONG & Shang-Jin WEI, "Real Effects of the Subprime Mortgage Crisis : Is it a Demand or a Finance Shock ? ", p.23, IMF Working Paper, WP/08/186, July 2008.

<sup>645</sup>Ce plan a été, notamment, mis en place par Hank PAULSON, ancien Président de la banque d'investissements Goldman Sachs, lequel a été nommé le 30 septembre 2006 au poste de Secrétaire d'Etat du Trésor des Etats-Unis (équivalent du ministre des finances en France). Ce plan s'articule principalement à travers l'adoption de l'*Emergency Economic Stabilization Act of 2008*, Pub.L.110-343, 122 Stat 3765 promulgué le 3 octobre 2008, qui consistait, inter alia, au rachat pour plus de USD 700 milliards d'actifs illiquides, à l'instar de MBS et autres instruments financiers dérivés.

le 9 et 13 août 2007<sup>646</sup>. Ces aides gouvernementales et communautaires ont largement accru le besoin en financement de l'Etat américain et des Etats européens, ce qui a considérablement augmenté le recours au financement obligataires de ces Etats<sup>647</sup>. Cette consultation visait, notamment, à apporter des points de réflexions et des clefs de réponses à la crise des dettes souveraines amorcées par l'explosion de la poudrière grecques en novembre 2009.

**211.** En effet, suite aux élections législatives grecques d'octobre 2009, ayant porté le PASOK au pouvoir de l'exécutif grec, le nouveau premier ministre Georges PAPANDREOU s'est retrouvé face aux éléments de renégociation de la dette grecques faisant apparaître les véritables chiffres du déficit publics<sup>648</sup> de son pays. Il faut rappeler que l'Etat hellénique s'était endetté pendant plusieurs années auprès de la banque d'affaire Goldman Sachs. Cette banque aurait, d'ailleurs, activement structurée cette dette afin qu'une bonne partie de cette dernière n'apparaisse pas au sein des comptes publics grec, mais, à l'instar des comptes d'une société privée, comme un engagement hors bilan<sup>649</sup>. Comme il sera analysé plus en détail dans la section suivante, cette structuration permettait, artificiellement, à l'Etat Grec de respecter, ou plutôt de ne pas trop s'éloigner, les critères de convergence, établis par le Traité de Maastricht<sup>650</sup>. Ces critères étaient des règles en vertu desquels les Etats membres de l'union européenne devaient, d'une part, maintenir un déficit public inférieur à 3% du PIB et, d'autre part, conserver une dette publique inférieure à 60% du PIB, et ce, afin de rentrer dans la monnaie unique, à savoir, l'Euro. C'est lors de son premier discours devant le parlement Grec, le 16 octobre 2009, que George PAPANDREOU a révélé<sup>651</sup> que de déficit public serait de 12,7%

---

<sup>646</sup>Michel DEVOLUY & Robert KOVAR, "*Union économique et monétaire*", p.788 et 789, Répertoire de droit européen Dalloz, avril 2015 ; George SOROS "*The Crash of 2008 and what it means : The New Paradigm for Financial Markets*", PublicAffairs, 2009: Le 9 août 2007, la BCE a injecté plus de EUR 95 milliards d'euros dans le système bancaire de l'eurozone. Le 10 août 2007, la BCE a prêté 61 milliards de euros supplémentaires pour les banques de la même zone. Le 13 août 2007, cette dernière a encore injecté plus de 47.7 milliards sur les marchés européens.

<sup>647</sup>Adrian VAN RIXTEL & Gabriele GASPERINI, "*Financial Crises and Bank Funding : Recent experience in the Euro Area*", Bank for International Settlements Working Papers n°406, p.16. Monetary and Economic Department, March 2013. L'émission des *Covered Bonds* (secteur public) a augmenté de 26% dans la première moitié de l'année 2007 à 32% et 42% dans la première moitié de 2010 et 2012 ; Voir le *Tableau n°21 : Montant des émissions obligataires des trois premiers émetteurs de la Zone euro: France, Allemagne, Italie (2003-2012)*, publié dans le Rapport d'information n°598 (2011-2012) fait au nom de la MCI agences de notation présenté le 18 juin 2013. En France : le montant obligatoire était en 2007 de EUR 97 milliards pour atteindre EUR 128, EUR 165 et EUR 188 milliards, respectivement, en 2008, 2009 et 2010.

<sup>648</sup>Voir Catherine PRIETO, "*Le traitement de la crise grecque, entre désolation et espoir*", p.491 RTD Eur.2015.

<sup>649</sup>AGEFI "*Nouvelle révélation de swap entre Goldman Sachs et la Grèce*", le 17 février 2010 ; Beat BALZLI, Greek Debt Crisis : "*How Goldman Sachs helped Greece to Mask its True Debt*", Der Spiegel International, February 8th, 2010.

<sup>650</sup> Article 109 J.1 du Traité sur l'Union européenne du 7 février 1992.

<sup>651</sup> Rebecca M.NELSON, Paul BELKIN & Derek MIX, "*Greece's Debt Crisis Overview, Policy Responses, and Implications*", Congressional Research Service, 7-5700 R41167, Report for Congress, August 18th, 2011

pour 2009, soit plus du double de ce qui était indiqué par le gouvernement précédent<sup>652</sup>. Ces révélations ont eu, notamment, pour conséquence de faire littéralement exploser le cours des instruments financiers dérivé, de type *Credit Default Swaps* (CDS)<sup>653</sup>, offrant une protection contre le défaut de paiement de l'Etat hellénique. Les CDS dérivés de la dette grecque connurent, entre le 15 septembre 2008 et le 28 Juin 2010, un écart-type de plus de 172.42 points<sup>654</sup>. Au regard de ces éléments, la réaction dénuée d'anticipation des agences de notation ne s'est pas faite attendre. En effet, Fitch, Standard & Poor's et Moody's dégraderont la note de la dette grecque, respectivement de A- à BBB+, le 8 et 16 décembre 2009, pour les deux premières, et de A2 à A1, le 29 décembre 2009. Cette dernière restait encore notée en catégorie investissement, toutefois, au fil des dégradations, la dette grecque se retrouvera un an plus tard reléguée au rang de titre spéculatif<sup>655</sup>. En juin 2015, la note rattachée à la dette grecque était de Caa3 pour Moody's, CC pour Fitch et CCC+ pour Standard & Poor's.<sup>656</sup>

**212.** Dans son rapport annuel sur les agences de notation, pour l'année 2009, l'Autorité des marchés financiers constatera que *« l'action des agences de notation et la perception du marché vis-à-vis de la dette grecque semblent inter-réagir : d'un côté, les "spreads" de crédit augmentent du fait de l'anticipation de nouvelles dégradations de la part des agences de notation, de l'autre les agences dégradent effectivement leurs notes compte tenu de la détérioration des conditions de financement des États. On observe ainsi une entrée en résonance entre les marchés et l'action des agences qui a contribué à l'aggravation de la crise en mai 2010 »*<sup>657</sup> En effet, le phénomène d'annonce provoqué par les dégradations à répétition rend l'emprunt par les différents Etats européens plus onéreux. Plus la note va être mauvaise, plus le taux d'emprunt va être élevé. D'ailleurs, le gendarme français de la bourse soulignera dans son rapport 2011 sur les agences de notation que *« la perception du risque de crédit en France, et plus largement en Europe, a connu une nette dégradation depuis fin 2010, en lien direct avec l'aggravation de la crise de la dette souveraine. Cette dernière s'est traduite en*

---

<sup>652</sup>Roberto A. De SANTIS, *“The Euro Area Sovereign Debt Crisis Safe Haven, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever From Greece, Ireland and Portugal”*, Working Paper Series n°1419, Macroeconomic Research Network, European System of Central Banks, February 2012.

<sup>653</sup> Greece EMU Protocol & ISDA 2001 EURO PROTOCOL September 24th, 2001

<sup>654</sup>Alessandro FONTANA & Martin SCHEICHER, *“An Analysis of Euro Area Sovereign CDS and their Relation with Government Bonds”* Table 1: Descriptive statistics of levels of CDS spreads, p.33, Working paper Series N°1271, European Central Bank, December 2010

<sup>655</sup>Georgios P.KOURETAS & Prodromos VLAMIS, *“The Greek Crisis: Causes and Implications”*, p.404, UDC 338.124.4(495),2007/2009” - DOI: 10.2298/PAN1004391K , PANOECONOMICUS 2010, October 27th, 2010

<sup>656</sup> Greek Public Debt Management Agency *“Greek Public Debt Credit Rating”*, Statement, June 2015.

<sup>657</sup> AMF, Rapport 2009 sur les agences de notation, p.117, 9 juillet 2010.

*premier lieu par une nouvelle augmentation du nombre, de la fréquence et de l'ampleur des dégradations des notes des Etats* <sup>658</sup>».

**213.** En effet, depuis le début de la crise de la dette Grecque, en octobre 2009, l'action de *dowgrading* des agences ne s'est pas limitée à la péninsule hellénique. Cette véritable tragédie Grecque combinée à un redoutable effet domino, tout d'abord concentré sur toute la zone euro, s'est emparé du marché mondial des dettes souveraines<sup>659</sup> C'est plus d'une vingtaine de pays qui se sont vus dégrader ou menacer de dégradation de la part de Fitch, Moody's et S&P, en l'espace d'un an, parmi lesquels les Etats-Unis, le Japon, le Portugal, l'Irlande, l'Espagne, etc. Bien que dans certains cas, cette dégradation semble se justifier au regard de l'état des finances publiques et de l'endettement de certains Etats, elle n'appréhende en rien une situation économique, comme est sensé le faire l'évaluation d'une créance comme est sensé le faire une agence de notation. Effectivement, ces structures de *rating* ne font qu'amplifier une tendance baissière du marché en dégradant systématiquement des Etats sujets à une baisse du cours de leurs obligations. Ces dégradations sont devenues comme une épée de Damoclès qui seraient au-dessus de la tête des Etats qui devraient satisfaire aux exigences des agences de notation. Il a pu être constaté, notamment, dans le quotidien la Tribune<sup>660</sup> que l'agence de notation Moody's allait jusqu'à « *menacer* » les Etats-Unis d'une dégradation de leur note si un plan de déblocage du plafond de la dette n'était pas voté dans un délai imparti<sup>661</sup>. Il s'agit, là encore, de l'expression d'une structure privée se comportant en tant que véritable privé économique. Toutefois, n'ayant pu anticiper une situation financière, l'agence de notation se s'arroger le droit d'émettre, en plus de ses notations, des recommandations. Par ce biais, elle agit comme une véritable autorité qui serait, notamment, doté d'une sanction, à savoir, le *downgrading*. Le 15 octobre 2015, lors de la dégradation de la note du Brésil, de BBB à BBB-, l'annonce de Fitch Ratings s'est assortie d'une recommandation: « *Les développements futurs qui pourraient individuellement ou collectivement se traduire par une stabilisation des perspectives comprennent : i) la consolidation fiscale qui implique une plus grande confiance dans la capacité du gouvernement à stabiliser la charge de la dette ii) Améliorer l'environnement d'investissement et de croissance ainsi qu'une réduction macroéconomique des déséquilibres iii) Un meilleur environnement politique qui conduirait à un gains de crédibilité international et des perspectives sérieuses de réformes.* Dans le cas des Etats-Unis, l'adoption, il est vrai

---

<sup>658</sup>AMF, Rapport 2011 sur les agences de notation, p.32, 20 août 2012.

<sup>659</sup>«*Timeline –Greece's debt crisis*»; Reuters Intl, April 16<sup>th</sup>, 2010.

<sup>660</sup> « *Moody's menace à son tour les Etats-Unis* », La Tribune, le 2 juin 2011.

<sup>661</sup> Moody's Investors Service«*Key drivers of our confirmation of the US' Aaa*», Moody's Published. August 8<sup>th</sup>, 2011.

difficile, d'un plan de déblocage par le congrès américain, n'a pas suffi aux yeux de S&P qui s'est empressé, à la clôture des marchés le 5 août 2011, de rendre publique via une conférence de presse le *downgrading* du « AAA » des Etats-Unis pour un « AA+ ».

**214.** Dès lors, ces éléments démontrent bien le caractère procyclique des agences de notation, et ce, non seulement à travers l'action de dégradation des notes réalisée, mais aussi en raison des recommandations qui pourraient, notamment, être considérées comme une réelle ingérence de ces structures dans la politique interne et extérieure d'un Etat. Par leurs actions les agences de notation remettraient donc en cause le « *monopole de la contrainte organisée* <sup>662</sup>» si cher à Max WEBER, qui demeure une des composantes de la notion de souveraineté, et pourraient être qualifiées d'atteinte à l'ordre public économique.

---

<sup>662</sup> Max WEBER, «*Le Savant et le Politique*», 1919, édition Plon, Paris, p.125, 1959.

---

## Section II : L'atteinte à l'ordre public économique

---

**215.** Du temps du Royaume de France, Sa Majesté le Roi Louis XIV s'inquiétait déjà du rapport de force entre le Droit et l'Économie. Ce dernier, lorsqu'il créa la charge de Lieutenant General De Police de Paris, par l'Edit de Saint-Germain-en-Laye du 15 mars 1667, avait prévu que la haute juridiction veillât au respect de « *l'ordre, du règlement établi dans une ville pour tout ce qui regarde la sûreté et la commodité des Particuliers* » afin que ne soit pas troublé « *l'ordre public* » y compris par « *ceux qui font commerce* »<sup>663</sup>. Il est à rappeler que, près de deux siècles plus tard, l'idée d'Eugène-François VIDOCQ de créer, en 1833, « le Bureau des renseignements universels pour le commerce et l'industrie »<sup>664</sup> était destinée à relayer l'information sur les éléments défaillant du marché afin d'assurer un certain ordre et une relative stabilité sur ce dernier. La politique du Président américain ROOSEVELT amorçant, notamment, l'attribution d'un pouvoir réglementaire aux agences de notation, n'était donc pas très éloignée d'une vision paternaliste, de vouloir assurer une sécurité économique pour « *celui que l'on oublie à la base de la pyramide* »<sup>665</sup>. Ces trois idéaux, bien que très différents par leur motivation et leur légitimité, préfigurent ce qui sera conceptualisé à travers la notion d'ordre public économique.

**216.** La construction intellectuelle et juridique de cette notion dont la paternité incombe à Professeur Gérard FARJAT peut se définir comme « *l'ensemble des règles obligatoires dans*

---

<sup>663</sup> Préambule de l'Edit de Saint-Germain-en-Laye sur le Règlement pour la *Jurisdiction du Lieutenant Général de Police, & celle des Prévôt des Marchands & Echevins de Paris*. 15 mars 1667. Voir aussi, Jacques SAVARY DES BRUSLONS, *Dictionnaire Universel de Commerce Contenant tout ce qui Concerne Le Commerce qui se fait dans les Quatre Parties du Monde*, 100, Tome 3, Publié Chez La Veuve ESTIENNE, 1741.

<sup>664</sup> Eugène-François VIDOCQ, « *Mémoire de VIDOCQ, Chef de la Police De Sûreté* », TENON Librairie –Editeur, Paris 1828.

<sup>665</sup> Président Franklin D. ROOSEVELT, Discours d'accession à la Présidence des Etats-Unis d'Amérique, le 4 mars 1933.

*les rapports contractuels, relatives à l'organisation économique, aux rapports sociaux et à l'économie interne du contrat* <sup>666</sup>». Par extension, cette notion peut se comprendre comme l'équilibre harmonieux de la machine économique mondiale, à savoir, les fameux « *temps sans crises* », décrits par Milton FRIEDMAN<sup>667</sup>.

**217.** Mais encore, l'ordre public économique a toujours suscité chez les juristes d'intenses réflexions et de nombreux travaux car il s'agit d'une notion polymorphe prêtant à de nombreuses interprétations. Ainsi, Marie-Anne FRISON-ROCHE considère que « *l'ordre public économique a lui-même plusieurs natures suivant les rapports que le droit peut entretenir avec l'économie. Il est important de les distinguer nettement et de ne pas les confondre. En premier lieu, l'on doit distinguer "l'ordre public gardien des marchés", de "l'ordre public promoteur des marchés", de "l'ordre public architecte des marchés". En passant de l'un à l'autre, la dimension politique, voire souveraine, de l'ordre public économique apparaît du fait du changement de nature. En second lieu, l'on doit distinguer "l'ordre public de constitution des marchés de "l'ordre public d'octroi des marchés". En effet, c'est par des règles d'ordre public que le Droit à l'intérieur des marchés les garde, les bâtit ou les conçoit. Mais ce n'est qu'un versant de l'ordre public économique. Par un ordre public économique premier, des règles construisent des "octrois des marchés", pour empêcher que les objets de désir, objets naturels d'échanges, deviennent de ce fait objets de marché. Il s'agit d'un ordre public économique hautement politique, qui s'exprime par un rejet des élans de désir.* <sup>668</sup> ». A travers cette grille de lecture, procédant des travaux fondamentaux de ces éminents juristes, le manque d'anticipation et le caractère procyclique des agences de notations, préalablement observé, peuvent apparaître comme une véritable atteinte à l'ordre public économique.

**218.** En effet, il peut être considéré que « *la crise dite des subprimes en 2007 et surtout, celle de la dette souveraine ont marqué un point de rupture significatif* <sup>669</sup> » sur la question des agences de notation. Jusqu'alors, il pouvait être considéré que les disfonctionnements de la notation n'impactait directement que la sphère privée à travers, par exemple, le scandale Enron et le début de la crise des *subprimes*. Bien entendu, l'Etat intervenait régulièrement afin d'éteindre l'incendie provoqué par ces diverses crises à travers, notamment, l'usage de

---

<sup>666</sup> Gérard FARJAT, « *L'ordre public économique* », Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1963

<sup>667</sup> Milton FRIEDMAN, « *Capitalism and Freedom* », University of Chicago Press, 1962

<sup>668</sup> Marie-Anne FRISON-ROCHE, « *Les différentes Natures de l'Ordre Public Economique* », Contribution aux Archives de Philosophie du Droit, 25 Octobre 2015, <http://mafr.fr/fr/article/les-differentes-natures-de-lordre-public-economique/>

<sup>669</sup> Gregory LEWKOWICZ, « *les agences de notation financières contre les Etats : une lutte globale pour le droit à l'issue incertaine* », p.1, Série des Workings Papers du Centre Perelman de Philosophie du Droit n°2013/02, Université Libre de Bruxelles.

commission d'enquêtes, l'adoption de nouvelles réglementations, de refinancement, recapitalisation<sup>670</sup>, et autres mesures d'exception afin de garantir ce que Marie-Anne FRISON-ROCHE qualifie de d'"ordre public gardien des marchés"<sup>671</sup>". Toutefois, la sphère publique s'est vue directement prise pour cible de la notation dans le cadre de la crise des dettes souveraines. La dégradation des notes des dettes souveraines a mis, notamment, en péril l'ensemble des composantes de l'ordre public économique à travers, d'une part, la remise en cause d'un espace économique (§1) et, d'autre part, la mise à mal d'une souveraineté étatique par la notation souveraine (§2).

---

<sup>670</sup> Banque de France, "*Les interconnexions directes et indirectes entre risque souverain et risque bancaire*", p.54, Documents et Débats N°4, Mai 2012

<sup>671</sup> Ibidem

## **§1) La remise en cause de l'Union Monétaire Européenne**

**219.** Jean MONNET écrivait dans ses mémoires que « *l'Europe se fera dans les crises et elle sera la somme des solutions apportées à ces crises* <sup>672</sup> ». La crise des dettes souveraines qui touche, notamment, la Zone Euro depuis 2009 est symptomatique des propos prophétiques de celui qui est considéré comme l'un des Pères fondateurs de l'Union Européenne. Dans la section précédente, il a pu être constaté l'action procyclique des agences de notation, à travers une dynamique de dégradation massive, y compris dans la crise des dettes souveraines. Cette action représente dans le cas européen, et plus particulièrement dans celui de la zone euro, une véritable atteinte à « *l'ensemble des règles obligatoires dans les rapports contractuels, relatives à l'organisation économique, aux rapports sociaux et à l'économie interne du contrat* », d'une part, lors de la construction de la monnaie unique, et d'autre part, dans lors de l'avènement de la crise de la zone euro.

**220.** L'idée d'une union monétaire européenne n'est pas récente et prend sa source, historiquement, dans la volonté de L'Empereur Napoléon Ier de voir le système du franc germinal développé à travers le continent européen, y compris dans les Etats nouvellement conquis<sup>673</sup>. Cette idée fut une première fois mise en pratique sous l'impulsion de l'Empereur Napoléon III, neveu du susnommé, par l'adoption le 20 novembre 1865 d'une Convention monétaire par laquelle était formée, ce qu'il convient de nommer, l'Union Latine. Cette Union regroupera, à travers un même système monétaire, la France, la Belgique, la Suisse, l'Italie et la Grèce jusqu'en 1927<sup>674</sup>. La vision moderne d'une Union Monétaire Européenne a émergée du Sommet de la Haye de 1969 qui souhaitait renforcer la coopération économique au sein de ce qui était encore appelé, à l'époque, la Communauté Economique Européenne<sup>675</sup>. Mais c'est au terme du Conseil européen, réuni à Hanovre les 27 et 28 juin 1988, que le Président dudit Conseil a confié au Président de la Commission européenne, Jacques DELORS, la responsabilité de l'élaboration d'un programme visant, *in fine*, à l'adoption d'une monnaie

---

<sup>672</sup> Jean MONNET, "Mémoires", éd. Fayard, 1976

<sup>673</sup> Voir Antoine LACROIX & Paul DUPIEUX " *Le Napoléon : ou les drames de la monnaie française depuis deux mille ans* ", p.212-215 Nouvelles éditions Debresse, 1973

<sup>674</sup> Jacques GRAVEREAU & Jacques TRAUMAN, " *Les alchimistes de la confiance, une histoire des crises monétaires* " p.247, éd Eyrolles, 2013

<sup>675</sup> Michel AGLIETTA & Thomas BRAND, " *Un New Deal pour l'Europe* ", p.37, Paris, éd. Odile Jacob, 2013.

unique<sup>676</sup>. La fondation de la monnaie unique découlera du traité de Maastricht<sup>677</sup>, ratifié le 7 février 1992, lequel prévoit que cette monnaie sera l'objet de l'intégration économique des Etats membres de l'Union européenne à travers la création de l'Union économique et monétaire. L'Euro a été lancé le 1<sup>er</sup> janvier 1999 sous sa forme scripturale et le 1<sup>er</sup> janvier 2002 sous ses formes fiduciaire et divisionnaire. Bien que tous les Etats membres de l'Union européenne fassent partie de cette Union économique et monétaire, tous les Etats membres n'ont pas l'Euro pour monnaie. En effet, certains Etats ont voulu conserver leur monnaie nationale, à l'exemple du Royaume-Uni, du Danemark et de la Suède. Les autres Etats se trouvent dans une procédure destinée à satisfaire aux fameux critères de convergences, évoqués précédemment, qui permettront une entrée dans ce qui est appelé la « Zone Euro » ou l'«Eurozone », communauté monétaire consacrée par le traité de Lisbonne de 2007<sup>678</sup>.

**221.** En effet, la procédure d'admission à l'intégration à l'Eurozone renvoie aux critères de convergences définis à l'article 121-1 du TEU, anciennement l'article 109 J-1. Certains de ces critères visent directement la situation des finances publiques des Etats destinés à cette intégration afin que ces derniers évitent les déficits publics excessifs proscrits par l'article 104 -1 et suivant<sup>679</sup> du traité instituant la Communauté européenne (nouvellement Article 126 du TFUE). Sur le principe, il est donc impératif qu'un Etat membre candidat à l'adoption de la monnaie unique ait des finances publiques particulièrement saines, ce qui implique pour ce dernier, d'une part, de s'évertuer à maintenir un déficit public inférieur à 3% du PIB et, d'autre part, conserver une dette publique inférieure à 60% du PIB.

**222.** Toutefois, lors de leur adhésion à la monnaie unique, divers Etats membres étaient bien loin de revêtir l'habit de la probité budgétaire avec la même intégrité qui était en principe requise au sens du traité. En effet, comme l'a rappelé la doctrine « *dès son origine, la zone euro était constituée par deux groupes d'États : les uns dits « vertueux » et les autres qualifiés de*

---

<sup>676</sup> Bulletin des Communautés européennes. Juin 1988, n° 6. Luxembourg: Office des publications officielles des Communautés européennes. "Conclusions du Conseil européen de Hanovre", p. 184

<sup>677</sup>Article B du Traité sur l'Union Européenne (TUE), signé à Maastricht le 7 février 1992, entré en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 1993. Le TUE a été modifié par l'adoption du Traité d'Amsterdam le 2 octobre 1997, JOCE du 10 novembre 1997 C340/1, par lequel l'article B est remplacé par un article 2 qui prévoit « *de promouvoir le progrès économique et social ainsi qu'un niveau d'emploi élevé, et de parvenir à un développement équilibré et durable, notamment [...] par l'établissement d'une union économique et monétaire comportant, à terme, une monnaie unique* ». Ce même article 2 du traité du TUE, dans sa version modifiée par le traité d'Amsterdam, sera modifié une nouvelle fois par le traité de Lisbonne du 13 décembre 2007, JOUE 2007 C306/01 du 17 décembre 2007, qui dans un alinéa 4 prévoit que « *L'Union établit une union économique et monétaire dont la monnaie est l'euro* »

<sup>678</sup> Traité de Lisbonne du 13 décembre 2007, JOUE 2007 C306/01 du 17 décembre 2007, Op.Cit. C'est ce traité qui officialise, entre autres, l'existence d'une Zone Euro au sein de l'Union Européenne.

<sup>679</sup> Article 104 du TCE, Version consolidée du Traité Instituant la Communauté Européenne JOUE C 325/73 du 24 décembre 2002. Article repris et modifié par l'article 126 du traité sur le Fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) (version consolidée), JOUE C 326/49 du 26 octobre 2012.

« *laxistes* ». Le premier groupe comprenait l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Autriche, le Luxembourg, la Finlande et, dans une moindre mesure, la Belgique ; leur croissance était fondée sur la production et l'exportation avec des excédents de balance courante élevés. Ils pratiquaient une politique de désinflation compétitive. Les États de l'autre groupe s'efforçaient d'assurer la croissance par la consommation, au prix de déficits significatifs de leur balance courante, comme en France et en Italie, ou considérables comme en Espagne, au Portugal, en Irlande ou en Grèce, qui rejoindra l'euro un peu plus tard.<sup>680</sup>». Si cette analyse sur les éléments constitutifs de cette zone économique peut apparaître légèrement stéréotypée, pour certains cas, les agences de notation avaient néanmoins surestimé la notation de la plupart des Etats du second groupe. En effet, bien que l'adhésion à une même zone monétaire tende, économiquement, à promouvoir une convergence économique entre les Etats membres, les fondamentaux composant individuellement les diverses économies nationales n'en demeurent pas moins différents. C'est ce qui explique, en partie, que les Etats membres n'aient pas le même niveau de croissance. Ainsi, la structure de notation ne pourrait se baser, en principe, que sur la simple adhésion d'un Etat à une zone économique pour juger de la solvabilité ou de la qualité des créances que ce dernier continue à émettre individuellement, et ce, quel qu'il soit. Là encore, l'exemple de la Grèce est particulièrement révélateur des insuffisances des agences de notation dont les décisions sur les dettes souveraines peuvent représenter une véritable atteinte à l'ordre public économique.

**223.** La Grèce est membre de la zone Euro depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2001 et la monnaie unique, sous des formes fiduciaires et divisionnaires, a intégré le marché grec à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2002<sup>681</sup>. Selon les informations publiées par l'Agence Grecque de Gestion de la Dette Publique (*Public Debt Management Agency*), il peut être constaté, qu'entre le 1<sup>er</sup> septembre 1997 et le 1<sup>er</sup> janvier 2001, que la notation de la péninsule hellénique a été élevée de 4 crans par Standard & Poor's et Fitch, de BBB- à A, pour atteindre A+ fin 2002. Moody's va, quant à elle, élever la note de la Grèce de 3 crans sur la même période, de Baa1 à A2, pour atteindre A1 fin 2001<sup>682</sup>. Cette dynamique de notation, entretenue en plein processus d'adhésion à la monnaie unique,

---

<sup>680</sup> Michel DEVOLUY & Robert KOVAR "Union économique et monétaire", Répertoire de droit européen, Dalloz, Avril 2015

<sup>681</sup> European Commission, "Greece and the euro", The Euro-Economic and Financial Affairs, January 4<sup>th</sup>, 2011.

<sup>682</sup> Public Debt Management Agency, "Greece Credit Rating", chiffres disponibles sur le site internet de cette agence publique.

apparaît particulièrement démesurée quand il est rappelé que la Grèce a échoué une première fois, en 1999, à rentrer dans la zone monétaire par manque de rigueur budgétaire<sup>683</sup>.

**224.** En effet, cet Etat était alors trop éloigné des critères de convergences pour pouvoir prétendre à participer à la première vague des Etats intégrant l’Euro. A l’image de la Grèce, la véritable bulle que des Etats, comme l’Espagne, le Portugal, l’Irlande et l’Italie, ont connu ne justifiait pas, là encore, d’une surestimation des dettes souveraines desdits Etats. Ces derniers ne justifiaient, effectivement, pas d’une amélioration de leurs fondamentaux, mais jouissaient d’une capacité d’emprunt à meilleur taux, du fait de leur adhésion à la zone euro, en raison de la présence de bons débiteurs dans cette zone, à l’instar de l’Allemagne, la Finlande, de l’Autriche, etc.<sup>684</sup>

**225.** La surévaluation d’un bon nombre de sous-jacents souverains de la zone euro a sans conteste participé à l’aggravation de la crise des dettes souveraines en ce que les agences de notation n’ont pas su évaluer des Etats à leur juste valeur. Par la faiblesse de leur jugement et par l’hyper dépendance de l’économie de marché à la notation, ces structures ont porté atteinte à l’ordre public économique. La Chambre des Lords britannique considère, d’ailleurs, que l’« *accusation recevable contre les agences de notation n’est pas que ces structures aient pu précipiter ou exacerber la crise de la zone euro, mais bien qu’elles aient ostensiblement échoué à remettre en question le fondement de leur évaluation sur les dettes souveraines dans les années précédant la crise. Ces structures ont ainsi échoué dans l’identification des risques rattachés à certains Etats membres, et ce, bien avant l’avènement de la crise* »<sup>685</sup>».

**226.** Il convient de rappeler que pour financer leur déficit budgétaire, les Etats empruntent sur les marchés à travers, notamment, l’émission de titres obligataires souverains. Les taux auxquels ces Etats pourront prétendre pour ce financement dépendent, comme pour une entité privée, de la solvabilité de ces derniers. Bien entendu, là encore, cette solvabilité sera évaluée par les investisseurs et les acteurs de marchés par les notations rattachée auxdits Etats. L’échec

---

<sup>683</sup> Lucas PAPADEMOS, “Greece and the euro”, Speech during the 9<sup>th</sup> Frankfurt European Banking Congress, November 19<sup>th</sup>, 1999, Bank Of Greece Publication. “Greece was unable to adopt the euro with the first wave of countries, as it could not fulfill the convergence criteria in May 1998. This outcome was, of course, disappointing but it was expected, since Greece had embarked quite late on its adjustment process and from a very unfavourable position.”

<sup>684</sup> Voir sur cette question Paul de GRAUWE, “Design Failures in the Eurozone – can they be fixed ?”, p .18, European Commission, Fellowship initiative The Future of EMU, Economic Papers 191, April 2013

<sup>685</sup> House of Lords, “Sovereign Credit Ratings: Shooting the Messenger ?”, p.5, 21<sup>st</sup>, Report of Session 2010-12, European Union Committee, HL Paper 189, July 21<sup>st</sup>, 2011. “The valid charge against the rating agencies, however, is not that they precipitated or exacerbated the euro area crisis, but that they conspicuously failed to challenge the assumptions upon which their assessment of the sustainability of sovereign debt was based in the years running up to the crisis. They thus failed to identify risks in some Member States which began building long before the crisis hit”

constaté par la Chambre des Lords, concernant la notation de certains Etats membres, lors que leur entrée dans la Zone Euro, a eu pour conséquence de doper les analyses et la crédibilité liées auxdits Etats, créant ainsi un écran de fumé bien éloigné de la réalité financière de ces derniers, et ce, jusqu'à l'avènement de la crise des dettes souveraines. Le célèbre proverbe « *plus on s'élève et plus dure sera la chute* <sup>686</sup> » illustre parfaitement cette situation qui ne saurait, il faut le reconnaître, être entièrement être rattachée aux agences de notation.

**227.** Il est à noter qu'au sein de la zone euro, les « *Etats constituent le second acteur du marché obligataire après le secteur financier* » avec plus de 37% des émissions pour l'année 2012<sup>687</sup> Le financement souverain *via* les marchés étant un moyen indispensable pour le financement des déficits publics, l'action de dégradation massive des notes souveraines a particulièrement nuit à la capacité d'emprunt des Etats qui se trouvaient de par la crise particulièrement exposé. Les annonces de dégradation « *Downgrading* » des notes souveraines impactent directement les taux d'emprunts des Etats sur les marchés obligataires et peuvent considérablement réduire, voire sursoir, la possibilité pour ces derniers de se refinancer sur les marchés<sup>688</sup>. Ainsi, alors que les annonces de dégradation de la note grecque se succédaient, en parallèle, la péninsule hellénique a vu ses taux d'intérêts exploser pour atteindre plus de 10 % en avril 2010<sup>689</sup>. Sur la même période, le Portugal et l'Irlande ont vu leur taux d'emprunt atteindre plus de 7%<sup>690</sup>. Ces taux prohibitifs, qui pourraient être considérés comme particulièrement usuraires, ont contraints la Grèce, le Portugal, l'Irlande, l'Espagne et Chypre<sup>691</sup>, qui ne disposaient plus du levier des marchés financiers, à demander un financement exceptionnel à l'Union Européenne et au Fonds Monétaire International<sup>692</sup>.

---

<sup>686</sup> Simon-Nicolas-Henri LINGUET, « *Annales Politiques, Civiles et Littéraires du dix-huitième Siècle* », 1777-1792.

<sup>687</sup> Rapport d'information n° 598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, p.40 fait au nom de la MCI Agences de notation, déposé le 18 juin 2012

<sup>688</sup> Voir sur ce point, Tom de VRIES & Jakob de HAAN « *Credit Ratings and Bond Spreads of the GIIPS* », p.2 DNB Working Paper n°432, July 2014

<sup>689</sup> Heather D.GIBSON, Stephen G.HALL & George S. TAVLAS, « *Doom Loops: The Role of Rating Agencies in the Euro Financial Crisis* » - *Figure 1 : Spreads and rating in Greece*, p.29, University of Leicester, Department of Economics, Working Paper n°14/16, December 2014; IMF, « *Statement by Dominique STRAUSS-KAHN, IMF Managing Director, on Greece* », Press release n°10/143, April 11<sup>th</sup>, 2010.

<sup>690</sup> Roger A.ARNOLD, « *Economics* », Cengage Learning, p.795, January 4<sup>th</sup>, 2013. Voir aussi, Catherine PRIETO, « *Le traitement de la crise grecque, entre désolation et espoir* », p.491, Revue Trimestrielle de Droit Européen, Dalloz, 10 novembre 2015

<sup>691</sup> L'adoption des plans de sauvetages UE & FMI pour ces Etats à respectivement été réalisée de la façon suivante: Grèce, Mai 2010 pour un total de €110 Mrds + €130 Mrds entre Juillet et Octobre 2011; Irlande, Novembre 2010 pour un total de €85 Mrds ; Portugal, Mai 2011 pour un total de €78 Mrds. Voir sur ce sujet, Franz SEITZ & Thomas JOST, « *The Role of the IMF in the European Debt Crisis* », University of Applied Sciences Amberg-Weiden, Diskussionspapier N°32, January 2012

<sup>692</sup> Helen WALLACE, Mark A. POLLACK & Alasdair R. YOUNG, « *Policy-Making in the European Union* » p.177-178, Oxford University Press, January 25<sup>th</sup>, 2015.

**228.** D'autre part, les dettes contractées étant de plus en plus difficiles à rembourser pour les Etats, du fait de la corrélation entre la baisse des notations et de la montée des taux, un défaut doublé d'une sortie de la zone euro pour certains desdits Etats ont plusieurs fois été envisagés<sup>693</sup>. Bien que le protocole d'accord signé le 19 août 2015 entre la Commission européenne, la République hellénique et la Banque de Grèce mette un terme, de façon temporaire, à une sortie de la zone euro pour ladite République, « *le scénario d'une sortie de la zone euro par la Grèce reste plausible* », selon Joseph STIGLITZ<sup>694</sup>, et pourrait engager un effet domino touchant un bon nombre d'autres Etats, à l'instar du Portugal et de l'Espagne.

**229.** Ces éléments démontrent bien le vacillement de la zone euro par l'annonce de ces dégradations de dettes souveraines et par les politiques draconiennes que ces dégradations impliquent. Toutefois, tant l'adoption des plans de sauvetages de l'Union européenne et du Fonds Monétaire International, que le dernier accord entre la Grèce et la Commission européenne apparaissent comme une victoire à la Pyrrhus par laquelle le principe qui précise que « *la souveraineté est la qualité de l'État de n'être obligé ou déterminé que par sa propre volonté, dans les limites du principe supérieur du droit, et conformément au but collectif qu'il est appelé à réaliser* »<sup>695</sup>, se trouve parfaitement bafoué.

---

<sup>693</sup> Stefan WAGSTYL, "Germany's Wolfgang SCHÄUBLE puts Grexit Back on the agenda", Financial Times, July 16, 2015. Voir le Discours de Wolfgang SCHÄUBLE devant le Bundestag le 10 juillet 2015.

<sup>694</sup> Jean-Pierre de La ROCQUE, "L'Américain s'accroche à son rêve européen – Rencontre avec Joseph STIGLITZ", p.22, Challenge n°434, 21 mai 2015

<sup>695</sup> Louis LE FUR, "Etat fédéral et confédération d'états", p.443, éd. Marchal et Billard, 1896.

## §2) La remise en cause de la Souveraineté Etatique

**230.** Alain SUPLOT, Professeur au Collège de France, considère qu’*“au lieu de restaurer le gouvernement par les lois, et de fixer les règles propres à juguler la cupidité humaine, les Etats se sont enfoncés dans la gouvernance par les nombres, érigeant les oracles des agences de notation des dettes souveraines en horizon de l’action publique<sup>696</sup>”*. Il peut être déduit de ce constat l’hypothèse selon laquelle un bon nombre d’Etats se trouvent aujourd’hui contraints de revoir l’ensemble de leur politique économique et sociale en raison d’un impératif de gouvernance par le nombre dont l’exécutif, ou plus exactement le conseil de surveillance, aurait été en grande partie délégué aux agences de notation. En effet, la crise des dettes souveraines a pu mettre en exergue, *inter alia*, le pouvoir de recommandation dont dispose les agences de notation.

**231.** Ce pouvoir de recommandation est parfaitement illustré par le cas de la dégradation fracassante du Portugal pendant l’été 2011. En effet, le 5 juillet 2011 cet Etat a vu abaisser sa note de 4 crans par l’agence de notation Moody’s, passant d’un Baa1 à un Ba2. L’agence a alors justifié cette notation, laquelle était en plus assortie d’une perspective négative, en premier lieu, en raison des facteurs suivants : *« 1) Le risque croissant que le Portugal aura besoin d’un deuxième plan de financement officiel avant de pouvoir revenir sur le marché privé, et la possibilité croissante que la participation des créanciers du secteur privé sera exigée comme condition préalable. 2) les importantes préoccupations du fait que le Portugal ne sera pas en mesure de réaliser pleinement les objectifs de réduction du déficit et de stabilisation de la dette énoncés dans l’accord de prêt avec l’Union européenne (UE) et le Fonds monétaire international (FMI) en raison des défis redoutables le pays est confronté à la réduction des dépenses, l’augmentation de la conformité fiscale, la réalisation de la croissance économique et à soutenir le système bancaire. <sup>697</sup>»*. Ce communiqué présenté comme une justification à une dégradation aussi subite qu’importante, 4 crans en une seule émission, est révélateur des facteurs alarmistes pour les marchés qui tendront à rendre plus difficile un retour de l’Etat portugais, dont la dette est désormais mise au rang des titres dits « poubelle », sur le marché. Cette analyse particulièrement sévère dépasse ce qui pourrait être considéré comme une simple opinion et se présente comme une réelle recommandation qui oriente tant les investisseurs que

---

<sup>696</sup> Alain SUPLOT, *“Le sommeil dogmatique européen”*, p.195. Revue française des affaires sociales, vol.1, 2012

<sup>697</sup> Moody’s Investors Service, Rating Action: *“Moody’s Downgrades Portugal to Ba2 with a negative outlook from Baa1”*, Global Credit Research, July 5<sup>th</sup>, 2011.

du sous-jacent traité. Dans un second lieu, Moody's justifie sa notation au regard de sa « préoccupation » relative aux risques liées aux sources de déficit budgétaires du Portugal, à savoir : « *que le Portugal ne sera pas capable d'atteindre l'objectif de réduction du déficit de 9,1% l'an dernier à 3% d'ici 2013, comme prévu dans le programme de l'UE et FMI, et ce, en raison des défis redoutables le pays est confronté dans la réduction des dépenses, l'augmentation sa conformité fiscale, la réalisation de la croissance économique et le soutien accordé au système bancaire [...]* 1) *Les plans du gouvernement pour restreindre ses dépenses peuvent se révéler difficile à mettre pleinement en œuvre dans des secteurs tels que la santé, les entreprises publiques et les administrations régionales et locales.* 2) *Les plans du gouvernement visant à améliorer la conformité fiscale (et, par conséquent, de générer des revenus additionnels prévus) dans les délais du programme de prêt et, en combinaison avec le facteur ci-dessus, peuvent nuire à la capacité des autorités à réduire le déficit budgétaire ciblée [...]*<sup>698</sup> ». Cette analyse macroéconomique et comptable implique une notion de performance propre aux sociétés privées. L'Etat Portugais devrait abaisser son déficit sur le modèle d'un bilan composé d'un passif qu'il faudrait réduire et d'un actif et d'une trésorerie qu'il faut augmenter. En effet, les principes comptables et autres assertions financières employés par Moody's ainsi que par les autres acteurs de notation semblent difficilement applicables aux dettes souveraines dans la mesure où un Etat ne fait pas faillite.

**232.** Bien qu'il ait été question de créer un droit des faillites pour les Etats<sup>699</sup>, il est erroné que de rattacher la notion générique de « faillite<sup>700</sup> » à celle d'« Etat ». La première, la faillite, peut caractériser une situation dans laquelle un débiteur ne peut faire face à son passif exigible avec son actif disponible pouvant entraîner une cessation des paiements<sup>701</sup>. Dans le cas de la

---

<sup>698</sup> Moody's Investors Service, Op.cit.

<sup>699</sup> Mathias AUDIT, « *Insolvabilité : Vers un droit des faillites pour les Etats* », Revue Banque n°784 « *Les dettes souveraines* », Avril 2015.

<sup>700</sup> En France, il s'agit d'une terminologie générique habituellement employée pour décrire un état de cessation de paiement qui peut justifier la mise en place des mesures prévues par les L631-1, sur le redressement judiciaire, aux articles L640-1 et suivants du Code de commerce. Aux Etats-Unis, il va s'agir de l'ensemble des procédures permettant aux entreprises qui ne sont plus en mesure de faire face à leur passif exigible avec leur actif disponible, de se placer sous différentes dispositions réglementaire permettant, soit, une réorganisation des paiements sous le contrôle d'un tribunal des faillites, chapitre 11 de la loi sur les faillites, soit, et la mise en liquidation directe de la société avec la nomination d'un liquidateur, chapitre 7 de la loi sur les faillites.

<sup>701</sup> Voir Jean-Luc VALLENS, « *Faillite* », Répertoire de droit européen, Dalloz, septembre 2009. « *Par faillites, on entend l'ensemble des procédures collectives fondées sur l'insolvabilité d'un débiteur et qui ont pour objet un redressement de l'entreprise ou la liquidation de ses biens, dans l'intérêt collectif de ses créanciers. Le mot faillite ne doit pas être pris ici dans le sens du droit français actuel (C. com., art. L. 653-2 ; V. Rép. com., V<sup>is</sup> Entreprises en difficulté...), où il ne concerne que les sanctions professionnelles prononcées contre les dirigeants d'entreprises en difficulté (« faillite personnelle »). Le terme adopté correspond aux différentes catégories de procédures collectives en vigueur dans les États européens, et qui répondent à ces objectifs, indépendamment de leurs diverses appellations. »*

seconde notion, l'actif est remplacé par le budget, lequel repose sur l'aptitude de l'Etat à créer et générer de la matière fiscale par l'impôt, au sens large<sup>702</sup>, ainsi que capacité d'emprunter sur les marchés afin de refinancer son déficit public. A ce titre, Michel AGLIETTA considère qu'« *un Etat n'est pas une entité qui a pour fonction de faire des profits et de rentabiliser un capital. Une entreprise peut disparaître, mais un Etat vit infiniment : la notion de faillite n'a pas le même sens. Une entreprise est en faillite quand son bilan fait apparaître un actif net négatif. Or un Etat n'a pas de bilan : son actif principal est sa capacité à taxer. Aucune définition de la solvabilité issue de la comptabilité privée ne s'applique.* <sup>703</sup> ». Bien qu'un Etat ne puisse pas faire faillite, il peut néanmoins faire défaut sur tout ou partie de ses créances s'il n'est plus capable « *d'honorer ses flux de remboursements, soit en remboursant, soit en renouvelant les dettes, à l'infini*<sup>704</sup> ». Il apparaît peu approprié de considérer qu'un Etat, à l'exemple du Portugal passé au crible de Moody's, ne va pas assez loin dans sa politique interne, notamment fiscale, en considérant que cette dernière ne permettra pas de réduire « *le déficit budgétaire ciblée* <sup>705</sup> ». Le Professeur Gaston JEZE rappelait d'ailleurs que « *l'impôt [...] est un procédé de répartition des charges publiques entre les individus d'après leur capacité de payer [...]. D'autre part, l'Etat moderne repose sur l'idée de solidarité nationale entre les individus et entre les régions composant l'Etat* »<sup>706</sup>. Un Etat ne peut donc être gouverné comme une société et il ne peut y être appliqué les mêmes formules et plan de réduction des coûts qu'à une entité privée.

**233.** Dès lors, ce type de communication des structures de notation, outre le fait d'affoler les marchés, tend à réduire procycliquement la possibilité de refinancement sur le marché, en décrédibilisant l'émetteur souverain. Les restructurations budgétaires et fiscales fonctionnent si l'Etat, objet desdites réformes, ne voit pas sa crédibilité entachée pour aborder un retour favorable sur les marchés. Pour mémoire, la note du Portugal a été dégradée le 25 mars 2011, par Standard & Poor's, de A- à BBB et le 28 mars 2011 de BBB à BBB- avec une perspective

---

<sup>702</sup>Cyrille DAVID & Guy GEST, « *Impôt* », p.1, Répertoire de droit international, Dalloz, Décembre 1998, à l'exemple de l'impôt sur les sociétés, Impôt sur le revenu, TVA, Contributions directes ou indirectes, etc. « *Le pouvoir de lever l'impôt est un attribut essentiel de la souveraineté étatique depuis toujours. Mais l'Etat est chargé de tâches multiples aujourd'hui : outre ses tâches traditionnelles (assurer sécurité, défense nationale, justice...), il vise aussi à promouvoir le développement économique et une certaine justice sociale. Multiplicité et diversité des impôts sont indispensables pour parvenir à réaliser un compromis acceptable entre les impératifs budgétaires (essentiels), les soucis économiques [...]* ».

<sup>703</sup>Comptes Rendus de la MCI Agences de Notation, Audition de M. Michel AGLIETTA, Professeur d'économie à Paris X-Nanterre et membre de l'Institut universitaire de France, Sénat, 5 juin 2012

<sup>704</sup> Ibidem

<sup>705</sup> Moody's Investors Service, Op.cit.

<sup>706</sup> Gaston JEZE, « *Cours de science des finances publiques* », p. 46, éd. Marcel Giard, Paris, 1931.

négative<sup>707</sup>. Cette subite dégradation de 2 crans en moins de trois jours a considérablement alerté les marchés et a conduit à décrédibiliser sensiblement le Portugal devant ses créanciers, faisant peser sur ce dernier un risque de défaut. Cette perte de crédibilité s'est manifestée à travers une hausse brutale de ses taux d'emprunts, lesquelles atteignirent près de 7,69%, pour les obligations à deux ans, et 8,2%, pour les obligations à 10 ans<sup>708</sup>. Par la pratique de ces taux usuraires, le Portugal s'est vraisemblablement vu restreindre l'accès au marché ce qui rendait, alors, crédible un potentiel défaut.

**234.** Tout comme la Grèce en mai 2010 qui avait été contrainte de faire appel au Fonds Monétaire International, à l'Union Européenne et à la Banque Centrale Européenne pour trouver une solution d'urgence pour son refinancement<sup>709</sup>; le Portugal, suite aux dégradations susmentionnées, a dû quérir l'aide, en mai 2011, de ces mêmes institutions internationales, appelées communément la « Troika », et ce, pour un prêt total de €78 milliards<sup>710</sup>. Toutefois, ce type de prêt n'est pas accordé sans de lourds engagements du débiteurs sur des réformes structurelles et de politique intérieure destinées, d'une part, à rassurer les attentes marchés, plus que le crédeur, et à tenir comptes des recommandations des agences de notations afin, *in fine*, que le débiteur puisse à nouveau se refinancer sur le marché à des taux plus abordables. Dans ce contexte, le Portugal a même été jusqu'à prendre des mesures d'austérité, en terme de reformes structurelles, qui ont été jugées anticonstitutionnelles<sup>711</sup> par le Tribunal constitutionnel du Portugal (équivalent du Conseil constitutionnel en France). Dans le cas de l'Espagne, le défaut de financement, engendré par les dégradations successives de sa notation, a conduit à modifier, notamment, l'article 135 de la Constitution espagnole pour y inclure le concept de stabilité budgétaire et pour faire du remboursement de la dette une priorité nationale.<sup>712</sup>

---

<sup>707</sup>Heitor ALMEIDA, Igor CUNHA, Miguel A. FERREIRA & Felipe RESTREPO "The Real Effects of Sovereign Credit Rating Downgrades", p.13, Journal of Finance, February 14<sup>th</sup>, 2014.

<sup>708</sup>Jill TREANOR, *Portugal bailout closer after S&P delivers credit rating cut – Portugal's borrowing costs hit record levels after S&P cuts its credit rating to near junk status*", The Guardian, Mach 29<sup>th</sup>, 2011.

<sup>709</sup>Voir note de bas de page n°690 et Jeromin ZETTELMEYER, Christoph TREBESCH & Mitu GULATI, "The Greek Debt Restructuring : An Autopsy", p.4, 28 Economics, DOI: 10.1111/1468-0327.12014, July 2013: "Initially, markets rallied, spreads fell sharply. However, market scepticism soon returned, particularly after Moody's downgraded Greece in mid-June, citing substantial macroeconomic and implementation risks associated with the Eurozone/IMF support package.4 By July, spreads again began to exceed 800 basis points".

<sup>710</sup>Silvia PEPINO, "Sovereign Risk and Financial Crisis: The international Political Economy of the Eurozone", Pub. Palgrave Macmillan, August 4<sup>th</sup>, 2015.

<sup>711</sup> Andrei KHALIP & Sergio GONÇALVES, "Portugal court rejects some government austerity measures", Reuters, April 5<sup>th</sup>, 2013.

<sup>712</sup>Mireia ESTRADA-CAÑAMARES, Germà GOMEZ VENTURA & Leticia DÍEZ SÁNCHEZ "Constitutional Change Through Euro Crisis Law: Spain", p.14, European University Institute Department of Law, September 12<sup>th</sup>, 2014.

**235.** Dans cette typologie de marché selon laquelle un débiteur souverain européen, n'a plus accès au marché en raison d'une dégradation massive de sa note souveraine et des conséquences de cette dernière sur les taux d'emprunts, il peut être donc considéré que le rôle de la Troïka est de mettre en œuvre un plan de sauvetage destiné à apporter les liquidités suffisantes audit débiteur afin que ce dernier rétablisse sa crédibilité tant au niveau du marché, des investisseurs que des agences de notation. Ce qui suppose qu'un tel plan y compris les promesses de réformes engagées par le débiteur, n'appréhendent pas vraiment le caractère vertueux ou pernicieux que ces engagements impliquent en pratique à long terme. En effet, il s'agit là plus d'un plan de communication théorique formulé par les économistes de ce triumvirat, à destination des investisseurs et des agences de notation, que d'un plan de réforme qui tient compte, dans son articulation, des particularités du débiteur et des spécificités de son économie. A ce titre, Yiannis KITROMILIDES, de l'Université de Cambridge, souligne que « *les politiques d'austérités ont été adoptées lors de la pire crise économique depuis les années 1930, non pas parce que qu'elles sont le fruit d'une analyse économique solide [...] mais en raison de ce que les marchés et les agences de notation attendent et exigent.[...] Ces attentes, opinions, voire ces préjugés deviennent, alors, des fondamentaux économiques* » qui sont matérialisés par des plans de rigueur et d'austérité.<sup>713</sup>

**236.** La France n'a pas été épargnée de ces plans de rigueur, et ce, afin d'être en adéquation avec les recommandations des agences de notation et de rassurer les marchés en conservant son triple A. Dès juillet 2011, lors de la mise sous surveillance négative de la dette américaine par Standard & Poor's<sup>714</sup>, la France ainsi que les autres Etats composants la zone euro se sont sentis sur la sellette d'une potentielle dégradation. Dès lors, le gouvernement français sous l'impulsion du Président de l'époque, Nicolas SARKOZY, n'aura de cesse que de tout faire pour conserver le triple A, y compris par l'adoption de plusieurs plans de rigueur<sup>715</sup>. Cette dynamique est parfaitement illustrée par les propos du Ministre de l'économie dudit gouvernement, François BAROIN, qui affirmait « *On a notre triple A et tout est mis en œuvre pour répondre aux objectifs que nous avons fixés, qui sont des engagements, avec des rendez-vous* », rappelant

---

<sup>713</sup>Yiannis KITROMILIDES, "The Formulation of Debt and Deficit Policy: Democracy, Technocracy and Public Policymaking", p.25, "Fiscal and Debt Policies for the Future" edited by Philip ARESTIS and Malcom SAWYER, Publisher Palgrave Macmillan.

<sup>714</sup> Standard & Poor's Rating Services, "Research Update : United States of America « AAA/A-1+ » Ratings Placed on CreditWatch Negative on Rising Risk of Policy Stalemate", July 14th, 2011

<sup>715</sup> Voir François FILLON, Conférence de presse du Premier ministre sur les mesures de réduction des déficits, Hôtel de Matignon, Archives François FILLON 2009/2012, le 24 août 2011 ; Communication, Le Plan d'Equilibre des Finances Publiques, Compte rendu du Conseil des Ministres du 7 novembre 2011 Archives du Ministère de l'Economie, 7 novembre 2011.

pour plus de clarté que l'adoption des deux plans de rigueur, en l'espace de deux mois, faisait de « *la France sur sa partie budgétaire, fiscale, sur sa stratégie en matière de finances publiques est un pays sérieux ; elle s'est adaptée, elle a présenté les plans nécessaires* <sup>716</sup> ». Il faut appréhender l'action du gouvernement français par la ligne économique et budgétaire qui avait été fixée par le Président SARKOZY et qui se résumé à travers les propos qu'il aurait tenu lors d'un déjeuner avec des parlementaires UMP le 7 septembre 2011, « *Nous avons un objectif et une obligation: conserver le triple A* <sup>717</sup> ». Même l'opposition d'alors soulignait qu'elle ne souhaitait pas mettre en péril ce précieux triple A, à l'exemple de François HOLLANDE, qui en pleine campagne pour les présidentielles de 2012, soulignait qu'il ne souhaitait pas « *même pour gagner une élection présidentielle, que la France perde son triple A* <sup>718</sup> ». Certaines agences de notation trouveront ces plans de rigueur adoptés par la France comme crédibles et, dès lors, maintiendront son triple A <sup>719</sup>. Toutefois, certaines autres agences dégraderont la note de la France jugeant que ces plans ne permettront pas la réduction des déficits envisagés. <sup>720</sup>

**237.** Ces éléments que ce qui peut apparaître comme une pression exercée par la notation sur les dettes souveraines, s'articule comme une réelle atteinte à la notation de souveraineté étatique. Aux regards des différents cas évoqués, l'Etat noté n'apparaît plus maître de sa politique financière et fiscale intérieure, notamment quand il se situe dans un marché enclin à un sensible ralentissement. L'objectif de ce dernier devient alors de conserver au mieux sa notation et d'apaiser les marchés suite à son éventuelle dégradation pour retrouver des conditions de financement acceptables. C'est sans compter sur les différentes erreurs dont peuvent faire preuve les agences de notation et qui peuvent intervenir comme des véritables secousses sismiques au niveau du marchés.

---

<sup>716</sup> Propos rapportés dans l'article « *François BAROIN : "Tout est fait" pour conserver le "Triple A"* », le Point, le 22 novembre 2011.

<sup>717</sup> Jim JARRASSE, « *Comment le gouvernement a adapté son discours sur le AAA* » Le Figaro, 16 janvier 2012. Propos du Président rapportés dans cet article.

<sup>718</sup> Arnaud LEPARMENTIER, David REVAULT D'ALLONES & Vanessa SCHNEIDER, « *Pouvoir et gauche minimisent la menace sur le AAA français* », le Monde, 7 décembre 2011. Propos cités dans l'article.

<sup>719</sup> Marc LADREIT DE LACHARRIERE, « *Le droit de noter* », p 148. éd Grasset. Octobre 2012; Fitch Ratings, « *EFSF Debt 'AAA' Rating Depends on France remaining 'AAA'* », Fitch Wire, December 20<sup>th</sup>, 2011, « *We affirmed France's 'AAA' status but warned that there is a slightly greater than 50% chance of a downgrade within the next year or two. This is therefore also the case for the 'AAA' ratings assigned to the EFSF's debt issues, unless additional credit enhancement mechanisms are introduced* »

<sup>720</sup> Standard & Poor's, *Various Ratings Actions Taken on European Insurers Following Recent Sovereign Rating Actions*, Global Credit Portal, RatingsDirect, January 17<sup>th</sup>, 2012. « *On January 13<sup>th</sup>, 2012, we lowered the ratings on nine and affirmed the ratings on seven of the 17 eurozone member governments. C'est le 13 janvier que S&P a dégradé la note de la France du AAA au AA+ ; Voir aussi Christopher F.BAUM, Margarita KARPAVA, Dorothea SCHÄFER & Andreas STEPHAN, "Credit Rating Agency Announcements and the Eurozone Debt Crisis", p.5, Discussion Papers n°1333, German Institute For Economic Research (DIW), Berlin, November 4th, 2013.*

**238.** En effet, il peut être constaté un certain nombre d'erreurs ont été réalisés par les agences de notation et qui au regard de leur influence sur les marchés ont été particulièrement préjudiciables. Par exemple, l'agence de notation Standard & Poor's avait annoncé le 10 novembre 2011 la perte du triple A de la dette souveraine Française. Par cette annonce la France ne bénéficiait plus des meilleurs conditions d'emprunts sur les marchés et a constaté immédiatement une hausse subite, d'un quart de point, de son taux d'emprunt à 10 ans, à savoir, « *sa plus forte hausse depuis le lancement de l'euro* <sup>721</sup> ». Suite à cette annonce et aux effets de cette dernière sur les marchés, l'agence de notation a reconnu que la dégradation de la France est intervenue suite à une erreur informatique, laquelle a motivée l'ouverture d'une enquête par l'Autorité des marchés financiers ainsi que par son homologue européen, l'ESMA<sup>722</sup>. Michel BARNIER, alors Commissaire européen en charge du marché intérieur et aux services, considérait à la suite de cette erreur de l'agence Standard & Poor's que « *Cet incident est grave et il montre que dans la situation extrêmement volatile et tendue des marchés actuellement, les acteurs de ces marchés doivent faire la preuve d'une rigueur et d'un sens particulier de la responsabilité* ». <sup>723</sup> Considérant l'influence des agences de notation sur le marché, cette erreur est bien entendu inacceptable pour des pouvoirs publics qui estiment avoir tout mis en œuvre pour conserver leurs notations. En effet, l'impact financier d'une telle erreur peut s'évaluer à plusieurs millions, voire milliards d'euros, comme l'illustre la hausse des taux au lendemain de cette nouvelle.

**239.** Mais encore ce type d'erreur n'est pas anecdotique, le 14 juillet 2014, la même agence avait mis sous surveillance négative la note souveraine des Etats-Unis<sup>724</sup> en motivant, notamment, cette décision par le fait que la dette américaine s'élèverait à USD 22 100 milliards en 2021, ce qui représenterait 93% du PIB. Le département du Trésor des Etats-Unis s'est, alors, dressé contre cette annonce qu'il considérait comme reposer sur des statistiques erronés, voir fallacieuses. En effet, le Trésor le démontrera indiscutablement que les chiffres avancés par Standard & Poor's, dans son analyse, faisaient preuve d'un écart de USD 2 000 milliards avec

---

<sup>721</sup>Thierry PORTAL & Christophe ROUX-DUFORT "Prévenir les crises: Ces Cassandres qu'il faut savoir écouter", Armand Colin, 5 juin 2012 – Contribution de Aurore VAN de VINKEL Chapitre 21.

<sup>722</sup> AMF, L'Autorité des marchés financiers ouvre une enquête à la suite de la diffusion d'une information erronée par Standard & Poor's, Communiqué de Presse, Direction de la communication de l'AMF, Paris, 10 novembre 2011. « *Le secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers a ouvert une enquête après que l'agence de notation Standard & Poor's a indiqué avoir diffusé par erreur, à certains de ses abonnés, un message faisant état d'une dégradation de la note de crédit de la France.* »

<sup>723</sup> Michel BARNIER, Communiqué de presse faisant suite à la dégradation par erreur de la note de la France par l'agence de notation Standard & Poor's, Commission Européenne, 11 novembre 2011.

<sup>724</sup>Standard & Poor's, "United States of America 'AAA/A-1+' Ratings Placed on CreditWatch Negative on Rising Risk of Policy Stalemate", July 14<sup>th</sup>, 2011.

les estimations officielles, lesquelles prévoyaient une dette de USD 20 100 milliards en 2021, soit 85% de ce qu'est sensé devenir le PIB américain pour cette même année<sup>725</sup>. Cette erreur n'empêchera pas Standard & Poor's de dégrader la note de la dette souveraine à long terme des Etats-Unis de AAA à AA+<sup>726</sup>, le 5 août 2011, tout en reconnaissant à demi-mot son erreur du mois précédent, soulignant que même ce changement sur la projection de la dette américaine en 2021 n'altérerait pas sa décision de dégradation<sup>727</sup>.

**240.** Ces éléments démontrent bien que les agences de notation peuvent porter atteinte à la souveraineté des Etats qu'elles notent, et ce, à travers, notamment, leurs recommandations et assertions qui accompagnent leurs notations ainsi que par leurs erreurs qui peuvent être de lourdes conséquences pour lesdits Etats. De ce fait, par leurs actions ces structures peuvent remettre en cause le paradigme de la souveraineté par lequel un Etat doit, selon la définition précédemment évoqué de l'éminent juriste, Louis LE FUR, n'être « *obligé ou déterminé que par sa propre volonté, dans les limites du principe supérieur du droit, et conformément au but collectif qu'il est appelé à réaliser*<sup>728</sup> »

---

<sup>725</sup> John BELLOWS, "Just the Facts: S&P \$2 Trillion Mistake", TreasuryTrasury Notes, August 6<sup>th</sup>, 2011. "In a document provided to Treasury on Friday afternoon, Standard and Poor's (S&P) presented a judgment about the credit rating of the U.S. that was based on a \$2 trillion mistake. After Treasury pointed out this error – a basic math error of significant consequence – S&P still chose to proceed with their flawed judgment by simply changing their principal rationale for their credit rating decision from an economic one to a political one."

<sup>726</sup> Standard & Poor's, "United States of America Long-Term Rating Lowered to 'AA+' Due to Political Risks, Rising Debt Burden; Outlook Negative", Press Release, August 5<sup>th</sup>, 2011.

<sup>727</sup> Standard & Poor's, "Standard & Poor's Clarifies Assumption Used On Discretionary Spending Growth", Press Release, August 6<sup>th</sup>, 2011.

<sup>728</sup> Louis LE FUR, "Etat fédéral et confédération d'états", p.443, éd. Marchal et Billard, 1896

---

## Conclusion du Titre II

---

**241.** Le pouvoir normatif des agences de notation est donc bien présent. Il est désormais indubitable que ce dernier procède du rôle de *quasi régulateur* que lui ont attribué les divers pouvoirs publics qui façonnent la réglementation financière internationale, depuis le New Deal du Président ROOSEVELT jusqu'en 2006 et l'adoption des premiers paquets réglementaires européen appelé « *Capital Requirements Directive* » ou « CRD ». Toutefois, l'influence des agences de notation s'est assurément accrue grâce à un très fort plébiscite rencontré, d'une part, par les professionnels du marchés et, d'autre part, à travers l'essor de la titrisation, véritable origine du renversement du modèle de financement de ces structures. D'autre part, il a été démontré que ce pouvoir normatif peut s'avérer singulièrement dangereux lorsque la majorité des investisseurs et des autres acteurs de marchés basent leurs propres assertions relatives au risque, ayant trait audit marché, sur ce que les agences de notation considèrent comme étant « *des opinions et rien que des opinions*<sup>729</sup> ». En effet, il est difficile de reléguer ces évaluations à de simples opinions alors que ces dernières sont consacrées par le Législateur. De plus, ces structures ont permis à la finance structurée d'externaliser un risque, pourtant lourd de responsabilité, concernant l'évaluation des risques et dont les différents scandales et crises, ont révéler les défaillances quant à leur fiabilité et leur intégrité.

**242.** Aussi, il a pu être constaté que ces structures, à travers ce que Gérard FARJAT qualifiait de pouvoir privée économique<sup>730</sup>, disposaient véritablement d'un pouvoir unilatéral de décision, lequel est analogue sur le plan substantiel à celui d'une puissance publique. En effet, ce pouvoir unilatéral, ou pouvoir normatif, s'exprime à travers la notation, au sens large, à laquelle il convient d'assimiler les différents placements sous surveillance, notamment, négative ainsi que les diverses recommandations, formulées sous couvert de justifications, et dont le caractère contraignant a été particulièrement souligné dans l'analyse de certains composants de la crise des dettes souveraines. Les exemples de la Grèce, du Portugal, de la France et des divers plans d'austérités adoptés en catastrophe, par ces Etats, sont

---

<sup>729</sup> “*Reforming Credit Rating Agencies*”, Hearing before the Subcommittee on Capital Markets Insurance, and Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, 30 September 2009. Propos de Raymond McDaniel, alors, Chairman & CEO de Moody's Corporation.

<sup>730</sup> Gérard FARJAT, “*Droit économique*”, 1<sup>ère</sup> édition, Paris, PUF Thémis, 1971, P.83

symptomatiques de cette force contraignante. Ces plans, dont la pertinence structurelle et l'efficacité économique peuvent être sujets à discussion, ont été adoptés dans des délais très courts, en urgence, et ont plusieurs fois été modifiés en l'espace de quelques mois suites aux différentes annonces des agences de notation. Ce comportement pouvant être révélateur d'une approximation dans l'appréhension des politiques de réformes va à l'encontre de toute démarche de fonds qui se voudrait réformatrice au regard d'une politique budgétaire et économique dont le Prix Nobel d'Economie de l'année 2014, l'économiste Français Jean TIROLE, rappelle qu'« *il faut absolument réformer en profondeur, tout en gardant à l'esprit qu'on ne doit pas réformer à chaud. Quand tout va bien, la tendance est à la sous régulation, et quand la situation se dégrade, sous la pression de l'opinion publique on a tendance au contraire à sur-réguler ; nous avons certes souffert d'une régulation insuffisante, mais pour autant il ne faut pas aller trop vite.*<sup>731</sup> ». Autrement dit, il peut être considéré que ces plans d'austérités et mesures de rigueurs ont en grande partie été réalisés à des fins médiatiques, pour faire redescendre momentanément la pression des taux d'intérêts et relever le baromètre de la confiance des marchés, et ce, en devant ou en réaction des actions des agences de notation. Toutefois, ces mesures d'exceptions illustrent bien l'atteinte subie à l'ordre public économique et, plus particulièrement, ce qu'un autre Prix Nobel d'Economie, l'Indien Amartya SEN, considérait comme étant « *accepter des institutions financières et des agences de notation internationales le pouvoir unilatéral de commander à des gouvernements démocratiquement élus.*<sup>732</sup>»

---

<sup>731</sup> Assemblée Nationale, «*Rapport d'information relative à la crise financière internationale*», p.246, Rapport d'information N°1235, déposé et présenté par MM. Didier MIGAUD et Gilles CARREZ, Assemblée Nationale, Enregistré le 5 novembre 2008. Table ronde, ouverte à la presse, sur la crise financière internationale, avec les interventions de MM. Michel AGLIETTA et Jean TIROLE, économistes, et de M. René RICOL, auteur d'un rapport au Président de la République sur la crise financière.

<sup>732</sup> Amartya SEN, «*It isn't just the euro. Europe's democracy itself is a stake*» The Guardian, Opinion on Greece, June 22<sup>nd</sup>, 2011. «*Suppose we accept that the powerful financial bosses have a realistic understanding of what needs to be done. This would strengthen the case for paying attention to their voice in a democratic dialogue. But this is not the same thing as allowing the international financial institution and rating agencies the unilateral power to command democratically elected government.*»

---

## Conclusion de la Première Partie

---

243. Il est d'un parallèle intéressant à faire à ce stade entre le cas des agences de notation et l'analyse du Fonds Monétaire International, réalisée par Joseph STIGLITZ dans son ouvrage « *Globalization and Its Discontents* »<sup>733</sup>. En effet, tout comme le FMI, une grande partie des problèmes liés aux agences de notation vient de la « *discordance entre leurs objectifs principaux,* » [pour lesquelles elles ont été initialement créées] – *promouvoir la stabilité économique* [par l'information sur les sous-jacents du marché] –, *et* [leurs] *objectifs plus récents* – *participer à la libéralisation des marchés des capitaux* – *qui sont mieux faits pour servir les intérêts de la communauté financière que ceux de l'économie mondiale* ». Toutefois, il est vrai que l'objectif historique des agences de notation, lors de leurs créations, n'était pas directement celui de promouvoir la stabilité économique par l'information, mais tout juste d'émettre une information destinée aux investisseurs qui eux détermineraient, en toute liberté, le bien-fondé de ce qui devait continuer à être une simple *opinion*<sup>734</sup> et investir sur les bases de leur propre jugement et assertion. Toutefois, cette opinion a été érigée par le Législateur, au lendemain de la Grande Dépression, et ce, jusqu'à la crise des *subprimes* et au-delà, comme étant l'oracle distillant la nouvelle norme d'évaluation financière. C'est à ce stade qu'à émergé le pouvoir privé économique de notation qui n'a eu de cesse d'accroître son influence sur le marché et de muter en symbiose avec les évolutions de ce dernier, lesquelles ont, par ailleurs, bouleversé le modèle économique des structures de notation. Ce bouleversement économique a révélé diverses opportunités pour les agences de notation qui ont ajouté à leur *business model* un bon nombre de services qui se sont avérés particulièrement rémunérateurs jusqu'à représenter une part substantielle de leur revenus<sup>735</sup>. Aussi, ces opportunités ont fait naître certaines situations de conflits d'intérêts, lesquelles ont accentué le manque de transparence déjà rattaché à ces structures en raison, notamment, de l'opacité de leur méthodologie. Cependant, tant ces défaillances que la surdépendance du marché et du régulateur aux agences

---

<sup>733</sup> Joseph E. STIGLITZ, « *Globalization and Its Discontents* » last Chapter; W.W.Norton & Company, 2003.

<sup>734</sup> Elie COHEN, « *Penser la Crise : défaillances de la théorie, du marché, de la régulation* », p.37-38, Fayard, 2010

<sup>735</sup> Voir : Mark ZELMER, « *La réforme du processus de notation financière* », p.53, Banque du Canada, Revue du Système Financier, décembre 2007

de notation n'ont pu être révélées que par les diverses crises et scandales financiers. Il est particulièrement dommageable que ce constat soit dressé conséquemment à des situations qui particulièrement éprouvantes pour un ensemble de peuples et d'Etats. Ce problème est parfaitement illustré par les propos d'Alain SUPIOT pour qui « *l'un des enseignements de l'effondrement financier de 2008 – mais c'était déjà celui de l'affaire Enron dans le domaine comptable – est que la gouvernance par les nombres confère un pouvoir immense à ceux qui concourent à leur fabrication, dès lors que cette fabrication est conçue comme relevant d'un savoir technique échappant à tout débat contradictoire* <sup>736</sup>»

**244.** Ces situations critiques ont provoqué une hyperactivité du législateur qui a souhaité, par l'adoption de diverses réglementations, à l'exemple de la loi *Dodd Frank*, des réglementations européennes CRA I, II & III, démonter le contrôle d'une dépendance, dont il est à l'origine et qui a mis plus d'un demi-siècle pour s'installer comme un élément incontournable de la sphère financière internationale. Il a pu être démontré que ce contrôle reste assez limité au regard du manque, certain, de recul du législateur face à l'immédiateté et l'urgence qu'impliquent des situations de crises financières. Mais encore, les atteintes à l'ordre public économique subies pendant la crise des dettes souveraines ont démontré la faiblesse des banques centrales, des régulateurs de marchés et des divers gouvernements dans l'appréhension d'une réforme à long terme sur les agences de notation.

**245.** Plus que jamais ces situations démontrent la nécessité d'une réforme de fond concernant le rôle des agences de notation dans la société moderne à modèle capitalistique et il ne faut plus subir ce qui peut être considéré très vite comme un véritable fléau pour un ensemble de populations dont les gouvernements multiplient les plans de rigueur et d'austérité. Cependant, les agences de notation apparaissent incontournables au regard d'un marché qui ne présente, en l'état, que peu d'alternatives. Si l'appel à ces structures ne peut être évité, ce qui sera analysé ultérieurement, il faut dans un premier temps renforcer le contrôle de cette activité tout conservant à l'esprit qu'il convient *in fine* de s'affranchir de l'influence des agences de notation. C'est à ce titre que Hubert de VAUPLANE considère qu'il faut aller « *plus loin dans la régulation des agences de notation et se doter de tout l'arsenal réglementaire en la matière, du pouvoir d'enregistrement (effectif) au pouvoir de sanction (encore trop embryonnaire)*. C'est à

---

<sup>736</sup> Alain SUPIOT, «*La Gouvernance par les nombres*», Cours au Collège de France (2012-2014), éd Fayard, 18 mars 2015.

*cette condition que l'Europe pourra mieux contrôler l'activité de ces agences : en effectuant sur leurs activités un contrôle plein et entier.»*<sup>737</sup>

**246.** En effet, s'il faut redonner aux agences de notation leur rôle premier, à savoir, être l'émetteur de simples opinions sans conséquences majeures sur le marché, le pouvoir considérable dont dispose ces structures doit, quant à lui, faire l'objet d'un encadrement rigoureux et d'une responsabilisation dont il convient toujours d'en définir les contours. Si l'action du juge, dont l'analyse sera abordée dans un chapitre dédié<sup>738</sup>, qui apparaît particulièrement nécessaire, au regard des abus commis et des dommages subis, se fait toujours attendre, il est impératif que le législateur de son côté puisse réformer en profondeur ses propres réalisations passées, et ce, bien que ces dernières furent, en leurs temps, partiellement opérées de façon circonstanciée. En effet, ces réformes doivent s'imposer dans un esprit de sauvegarde des marchés et de stabilité économique car « *un des défauts de la culture moderne est qu'elle fait croire que tout problème, quel qu'il soit, est réductible à l'analyse chiffrée et par conséquent peut être mesuré. Lorsque la mesure, plutôt que la sagesse, devient l'outil privilégié, cela peut conduire à de graves erreurs.*»<sup>739</sup>

---

<sup>737</sup> Hubert de VAUPLANE, « *L'erreur de S&P sur la note AAA de la France : Quelle responsabilité juridique ?* », Alternatives Economique, 14 novembre 2011.

<sup>738</sup> Partie II, Titre I, Chapitre II : L'apparition d'une responsabilisation complexe

<sup>739</sup> Sir James M. GOLDSMITH, « *Le Piège* », p.10, éd FIXOT, 29 mars 1994.

**Deuxième Partie -  
L'indispensable désengagement de  
l'influence des agences de notation**

---

**247.** « *La crise n'est pas banale, elle remet en cause le paradigme fondamental de la finance c'est-à-dire qu'elle remet en cause l'efficience des marchés et la capacité d'auto ajustement de la finance. Quand on a un changement de paradigme il faut pouvoir obtenir une cohérence de l'ensemble des problèmes de changements réglementaires que l'on veut faire et c'est cette cohérence qui est difficile* »<sup>740</sup>. L'information délivrée par les agences de notation mise en perspective avec les défaillances révélées lors des différentes crises récentes, démontrent bien la rupture consommée entre cette activité et le paradigme fondamental de la finance, lequel serait sensé être garant d'une stabilité économique certaine et d'auto-ajustement du marché. Autrement dit, le marché devrait, théoriquement, pouvoir faire converger systématiquement l'offre et la demande conduisant à une allocation optimale des ressources<sup>741</sup>. Mais encore cette rupture s'avère annonciatrice des mutations que doivent nécessairement connaître la réglementation au regard de l'échec patent de l'autorégulation ; laquelle a été prônée pendant des années par les divers législateurs pour encadrer la finance mondiale, et plus spécifiquement lesdites agences.

**248.** De plus, il est important de rappeler qu'à la suite des premiers scandales impliquant les agences de notation, à l'instar des affaires Enron, Worldcom, Parmalat et Qwest, les divers régulateurs de marchés abondaient dans le sens d'une autorégulation de ces structures<sup>742</sup>. Cette tendance s'est formalisée, notamment, par l'adoption du Code de bonne conduite de

---

<sup>740</sup> Commission des finances du Sénat Présidée par le Sénateur Philippe MARINI, « *Quelle régulation financière pour restaurer l'utilité sociale des marchés ?* », Audition de Michel AGLIETTA devant la Commission des finances, Commission des affaires européennes, le 18 janvier 2012.

<sup>741</sup> Voir : Frederic MISHKIN, « *Monnaie, banque et marchés financiers* », p. 801 à 804, éd. Pearson Education France, 27 août 2010 ; Philippe HERLIN, « *Finance- Le nouveau paradigme : Comprendre la crise avec Mandelbrot, Taleb...* », p. 33 & 34, édition Eyrolles, 7 juillet 2011 « *Si les prix ne sont qu'une simple indication et que les gros opérateurs s'entendent entre eux pour s'échanger leurs actions, un modèle basé sur les prix ne pourra être que bancal. Aucun risque qu'une telle chose se produise, affirme Fama, car les marchés sont « efficaces, c'est-à-dire qu'il incorporent à chaque instant toute l'information disponible.* » ; Voir aussi les travaux de : Eugène FAMA, « *Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work, pp.383 to 417 The Journal of Finance* », Vol.25, N°2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y, December, 28-30, 1969, Pub. Blackwell Publishing for the American Finance Association, May, 1970 ; Louis BACHELIER, « *Théorie de la Spéculation* », p. 21 à 81. Annales scientifiques de l'E.N.S., 3e Série, Tome 17, 1900. Au sens de ces ouvrages, la notation peut être considérée, à partir des années 70, comme un élément qui, dans un ensemble de plusieurs facteurs, tendrait à rendre adopter un modèle de fixation des prix qui serait bancaire notant des créances risquées comme des créances sûres, ce qui conduirait inévitablement à une situation de rupture dans une optique de correction dudit marché.

<sup>742</sup> Voir : Alain SUPIOT, « *La Gouvernance par les nombres* », Cours au Collège de France (2012-2014), éd Fayard, 18 mars 2015 ; Thierry BONNEAU « *Coup de projecteur sur les agences de notation* », p.1184, La Semaine Juridique, 2e édition Générale (JCP G.), n°45, novembre 2011 ; Deniz COSKUN, « *Credit rating agencies in a post-Enron World : Congress revisits the NRSRO concept* », Journal of Banking Regulation, p.266, Vol.9, 4 264 – 283, Pub. Palgrave Macmillan, 2008 ; Niamh MOLONEY, Eilís FERRAN, Jennifer PAYNE, « *The Oxford Handbook of Financial Regulation* », p.268, Oxford University Press, Oxford, August 27th, 2015, notamment sur l'adoption du Credit Rating Agency Reform Act de 2006.

l'Organisation Internationale des Comités de Valeurs Mobilières (OICV-IOSCO)<sup>743</sup>, en 2004, dont le caractère contraignant était particulièrement limité et le contrôle de l'application était inexistant, et ce, selon le propre constat qu'en a dressé la Mission Commune d'Information du Sénat Français sur les agences de notation<sup>744</sup>. Il faudra attendre les crises des *subprimes* (2007-2011) et des dettes souveraines (2010-) pour que les différentes commissions d'enquêtes parlementaires et régulateurs fassent émerger de nouvelles réflexions, sur des problèmes pourtant anciens<sup>745</sup>, tels que la responsabilisation de ces structures, au regard des notations qu'elles émettent<sup>746</sup> et des abus qu'elles ont pu commettre<sup>747</sup>, ainsi que le défaut de concurrence rattaché à un secteur très, voire trop, fermé<sup>748</sup>. Dans sa proposition de Réglementation sur les agences de notation, le Parlement européen soulignait en novembre 2008 qu'« *une autorégulation fondée sur une adhésion volontaire au code de conduite de l'OICV IOSCO ne semble pas constituer une solution appropriée et fiable aux déficiences structurelles du secteur. S'il est vrai que ce dernier a proposé plusieurs dispositifs d'autorégulation, la plupart de ces dispositifs se sont révélés insuffisamment solides et/ou stricts pour résoudre les problèmes graves et rétablir la confiance dans le marché*<sup>749</sup> ». C'est l'émergence de ce qui peut être qualifiée de « médecine juridique de guerre » qui tendra à faire inverser cette tendance. Il convient de rappeler<sup>750</sup> que ce dispositif juridique vise par un ensemble d'outils et de techniques juridiques, originales ou non, simples ou complexes, unitaires ou combinées, à sécuriser l'usage de la notation voire à en atténuer sensiblement l'influence procédant des premières réglementations adoptées à partir des années 1930. En outre, cette « médecine juridique de

---

<sup>743</sup> Code intitulé « *Eléments fondamentaux du code de bonne conduite des agences de notation* »

<sup>744</sup>Rapport d'information n° 598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI Agences de notation, p.144, déposé le 18 juin 2012 ; Voir les pages 68-69 des présents travaux.

<sup>745</sup> Voir ce qu'en disait déjà l'Association des banquiers du Missouri en 1936. Op.cit. p.104

<sup>746</sup> Voir notamment: Alain COURET, « *Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation* », page 765, Revue des sociétés 2003, Dalloz, 14 janvier 2004; Jean Marc MOULIN, « *L'encadrement juridique des activités des analystes financiers et des agences de notation* », p. 145, Revue de Droit bancaire et financier, mars 2004 ; Mathias AUDIT, « *Aspect internationaux de la responsabilité des agences de notation* », p.581, Revue critique de droit international privé, 2011 ; Hubert de VAUPLANE & Matthieu DUBERTRET, « *La responsabilité des intermédiaires en matière de produits subprimes : la fin du début ou le début de la fin ?* », p. 2447, Recueil Dalloz, 28 octobre 2010

<sup>747</sup>Voir : Stéphane ALAMOWITCH & Thierry GRANIER, « *Titrisation et crise financière* », p.10, Eclairage, Bulletin Joly Bourse, N 1, janvier/février 2008 ; Bertrand du MARAIS & Philippe FROUTÉ, « *Le Droit, Les Agences de Notation et La Crise du Crédit* », Revue d'économie financière et risques – Hors-Série « *Crise financière : analyses et propositions* », p.271, Volume 7, Numéro 1, 2008

<sup>748</sup>Voir: Annick MASOUNAVE, « *Agences de notation : en finir avec l'oligopole* », p.24 & 25 Revue Banque n°749, Juin 2012 ; Aline DARBELLAY, « *Regulating Credit Rating Agencies* », Edward Elgar Publishing, September 30th, 2013.

<sup>749</sup> Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil sur les agences de notation, p.3, N°2008/0217 (COD), SEC (2008) 2745, SEC (2008) 2746, 12 novembre 2008.

<sup>750</sup> Rappel de la définition proposée de ce concept en page 24.

guerre » s'exprime, notamment, par l'adoption du règlement européen du 16 septembre 2009 et du *Dodd Frank Act* de juillet 2010, lesquels ont amorcé l'implication véritable du régulateur dans le contrôle et l'encadrement des agences de notation.

**249.** Cette nouvelle implication du régulateur n'est pas sans embuches et illustre bien la difficulté des relations entre la loi, les libertés et les mœurs, dont il convient, dans le cas présent, de considérer comme l'évolution des pratiques des marchés financiers. Cette difficulté dont l'ancienneté se retrouve dans la vingt-quatrième Ode du Livre III d'Horace à travers l'adage suivant «*Quid leges sine moribus*<sup>751</sup>», présente bien la complexité pour le régulateur de revenir sur une portion du domaine public, en considérant le marché comme composante de l'ordre public économique<sup>752</sup>, qu'il avait pourtant déserté et donné en apanage aux agences de notation. Désormais, le retour du régulateur s'articule à travers l'adoption d'une affluence de texte au niveau américain, à l'instar du Dodd Frank Act susmentionné et des différentes réglementations de la SEC, et au niveau européen, à l'image du paquet réglementaire CRA I, II & III, et au niveau international, au regard des différents Accords de Bâle, dont les derniers semblent en parfaite contradiction avec une tentative de désengagement de l'influence des agences de notation<sup>753</sup>. Cette affluence doublée d'une superposition réglementaire peut très vite présenter les caractéristiques d'un certain syndrome de la «*Tour de Babel*<sup>754</sup> » qui réduirait sensiblement l'efficacité d'une volonté réformatrice.

**250.** En effet, si ce désengagement apparaît comme une priorité au regard des nombreuses défaillances et abus dus à ces structures, le législateur, notamment, européen a déjà tempéré son propos en soulignant que «*À moyen terme, il convient d'évaluer la possibilité de prendre d'autres mesures pour supprimer les références aux notations de crédit à des fins réglementaires dans la réglementation des services financiers et pour supprimer la pondération des risques des actifs au moyen de notations de crédit. Toutefois, à l'heure actuelle, les agences*

---

<sup>751</sup> Qui peut être traduit par « Que sont les lois sans les mœurs », Adage d'Horace cité par François-Henri TURPIN «*Histoire du Gouvernement Des Anciennes Républiques. Où l'on découvre la cause de leur élévation et de leur déperissement*», p.70, Imprimeur LEROUGE, Rue Nicaise, Maison Longueville, Paris, 1796.

<sup>752</sup> Selon l'expression consacrée par Gérard FARJAT, «*L'Ordre Public économique* », Paris, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1963 : ou du même auteur, «*Pour un droit économique* », P.U.F, 2004, p.68

<sup>753</sup> Voir notamment: Kern ALEXANDER «*The Risk of Ratings in Bank Capital Regulation* », pp.299 – 310, European Business Law Review, Wolters Kluwer Law & Business, [2014] EBLR 205-347, 2014, au sujet de la persistance des références aux agences de notation pour la détermination des ratios de fonds propres introduits par Bâle III et CRD IV.

<sup>754</sup> Référence aux propos tenus par le commissaire européen, Frits BOLKESTEIN, le 13 février 2001, au sujet de la proposition pour que les sociétés cotées soient tenues d'appliquer les normes comptables internationales (IFRS) d'ici 2005, à savoir, «*Cette proposition très attendue marque le début d'une nouvelle ère de transparence et la fin de la tour de Babel qui caractérisait l'information financière en Europe* ». Bien que cette adoption fût en son temps sujet à de nombreuses polémiques, il peut être considéré que l'évolution réglementaire concernant les agences de notation tend à créer une tour de Babel réglementaire.

*de notation de crédit sont des participants importants aux marchés financiers. Il est donc particulièrement important qu'elles exercent leurs activités de manière indépendante et intègre pour garantir leur crédibilité à l'égard des participants aux marchés financiers, et notamment des investisseurs et des autres utilisateurs des notations de crédit. Le règlement (CE) n°1060/2009 prévoit que les agences de notation de crédit doivent être enregistrées et surveillées étant donné que les services qu'elles fournissent ont un impact considérable sur l'intérêt public.<sup>755</sup>». En d'autres termes, les différents législateurs, tant américains qu'euro-péens, dans le cadre de leurs travaux, se sont vite heurtés à la dépendance excessive aux notations externes, laquelle rend tout changement radical impossible, au regard, notamment, du défaut d'alternative en l'état actuel de la réglementation<sup>756</sup> et, surtout, des mécanismes d'évaluation du risque de marché<sup>757</sup>, rattaché au risque de crédit.*

**251.** Si tout changement radical apparaît en pratique compromis par cette dépendance excessive, l'émergence de ces nouvelles réglementations destinées à ériger un encadrement stricte des agences de notation laisse apparaître **une insuffisance persistance des pouvoirs publics (Titre I)** et met en exergue **l'indispensable renouveau de la régulation de l'information de notation (Titre II)**

---

<sup>755</sup>Règlement (UE) n°162/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013, modifiant le Règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, dit CRA III, L 146/2 :

<sup>756</sup>Voir notamment, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report, dit Rapport de LAROSIERE, pp.23-24, February 25th, 2009; Aline DARBELLAY, "Regulating Credit Rating Agencies", p.231 Edward Elgar Publishing, September 30th, 2013.

<sup>757</sup> Voir notamment, Jonathan GOLIN & Philippe DELHAISE, "The Bank Credit Analysis Handbook: A guide for Analyst, Bankers and Investors", John Wiley & Sons, March 18th, 2013.

# Titre I

## L'insuffisance persistante des pouvoirs publics

« Dieu se rit des créatures qui déplorent les effets dont ils continuent de chérir les causes » Jacques-Bénigne BOSSUET, Œuvres complètes Vol. XIV. éd. L. Vivès, 1875

---

252. Lors de la table ronde qui s'est déroulé au Sénat le 18 janvier 2012, sur le thème de la restauration de l'utilité sociale des marchés, Hervé de VILLEROCHÉ, alors interrogé sur les agences de notation affirmait que *« depuis longtemps nous appelons à une désintoxication par rapport aux notations : une appréciation plus fine des risques par des modèles internes serait préférable. Le recours aux agences est une solution de facilité. Les régulateurs nationaux avaient d'ailleurs tendance à s'appuyer sur les notations externes, donc à entretenir une dépendance à l'égard des agences. La Commission européenne s'est engagée à éradiquer ces références dans la réglementation. Pendant longtemps, les banques centrales se sont également appuyées sur les notations alors qu'elles ont les moyens d'apprécier le risque par elles-mêmes<sup>758</sup> »*. Si ces affirmations portent à bout de bras un constat dressé et approuvé par un certain nombre d'observateurs, de parlementaires et de régulateurs, tant sur la rive européenne qu'outre atlantique de l'océan, elles minimisent sensiblement le fait que cette situation, qui, appréhendée sous le vocable du haut fonctionnaire, peut être qualifiée d'intoxication, procède

---

<sup>758</sup> Hervé de VILLEROCHÉ, intervention lors de la table ronde sur la thématique *« Quelle régulation financière pour restaurer l'utilité sociale des marchés ? »* Sénat, Travaux de Commission, 18 janvier 2012

de la responsabilité de l'Etat, laquelle ne sera vraisemblablement jamais engagée. Aussi, le simple rappel du le cadre réglementaire adopté au lendemain duquel le Chef du service du financement de l'économie à la direction du Trésor s'est exprimé permet de comprendre l'aveu masqué d'un échec dont les causes auraient dû être traitées en profondeur.

**253.** En effet, l'échec de l'autorégulation, précédemment observé, dans la première partie des années 2000 a motivé le régulateur américain à adopter un dispositif destiné, en principe, à un véritable contrôle des agences de notation.<sup>759</sup> Ce dispositif est née du *Credit Rating Agencies Reform Act* de 2006, qui découle du Loi américaine *Sarbanes-Oxley* de 2002<sup>760</sup>, dont l'application n'a été effective qu'en 2007 et qui attribuait à la *Securities and Exchange Commission* le contrôle des agences de notation<sup>761</sup>. En France, il convient de rappeler c'est la Loi de Sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003<sup>762</sup> qui, entre autres, attribuait à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) la compétence sur les agences de notation<sup>763</sup>. A la suite de la crise des *subprimes*, sans toutefois y avoir officiellement de lien de causalité, cette attribution a été transférée en faveur de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF), et ce, conformément aux dispositions du règlement (UE) n 513/2011 du 11 mai 2011 qui, d'une part, a modifié le règlement (CE) n 1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit et, d'autre part, confère un « *pouvoir exclusif de supervision directe des agences de notation, lequel comprend une compétence en matière d'enregistrement et de contrôle* » au gendarme de la bourse européen<sup>764</sup>. De l'autre côté de l'Atlantique, le législateur américain va adopter *Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, appelé aussi *Dodd-Frank Act*, en juillet 2010 qui tend à vouloir encadrer les agences de notation, en envisagement, notamment, une responsabilisation de ces dernières tout en soulignant que leur mission demeure d'une très grande utilité publique<sup>765</sup>.

---

<sup>759</sup> Voir Chapitre II, pp.67 et seq.

<sup>760</sup> Conformément aux dispositions prévues à la section 702 du Sarbanes-Oxley Act de 2002 (116 Stat.797), aux auditions devant le Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs du Senat et le Committee on Financial Services de la Chambre des Représentants pendant les réunions du 108<sup>e</sup> et 109<sup>e</sup> Congres

<sup>761</sup>

<sup>762</sup> LOI n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière, JO n° 177 du 2 août 2003 (n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003).

<sup>763</sup> AMF, Rapport 2004 sur les Agences de notation, p.4 Le présent rapport s'inscrit dans le cadre de la Loi de Sécurité financière du 1er août 2003 qui a confié à l'AMF la charge de "*publier chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers*" (article L 544-4 du code monétaire et financier).

<sup>764</sup> AMF, Rapport 2011 sur les Agences de notation

<sup>765</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203 - July 21<sup>st</sup> 2010. Subtitle C – Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies. Sec. 921. Findings: "(1) Because of the systemic importance of credit ratings and the reliance placed on credit ratings by individual and institutional investors and financial regulators, the activities and performances of credit rating agencies, including nationally recognized

**254.** Bien que les propos du haut fonctionnaire de la Direction du Trésor puissent être emprunts d'une bonne volonté et font état d'un plan de route qu'il faudrait effectivement suivre, et ce, afin de redonner à la notation son rôle initial, à savoir, celui de simple opinion parmi une multitude d'autres ; les éléments règlementaires susmentionnés et ceux dont l'analyse est à venir relativisent sensiblement ces propos, notamment, sur un engagement qui viserait « à éradiquer ces références [aux agences de notation] dans la réglementation. » La dépendance créée par le Régulateur apparaît tellement importante que, malgré les crises, ce dernier ne soit pas en mesure de s'en affranchir, bien au contraire. Il est d'un adage qui ne saurait mieux pour illustrer cette situation, à savoir, que « *Dieu se rit des créatures qui déplorent les effets dont ils continuent de chérir les causes* <sup>766</sup>».

**255.** En effet, face à l'**émergence de réglementations équivoques**, dont il pourrait être considéré qu'elles sont l'expression du **syndrome du pompier pyromane (Chapitre I)**, qui renforcerait l'influence des agences de notation, il est regrettable de constater l'absence de contrepoids ou de garde-fous, notamment, dans la mise en place **d'un régime de responsabilisation qui apparaît toujours des plus complexes (Chapitre II)**.

---

statistical rating organizations, are matters of national public interest, as credit rating agencies are central to capital formation, investor confidence, and the efficient performance of the United States economy.

(2) Credit rating agencies, including nationally recognized, statistical rating organizations, play a critical "gatekeeper" role in the debt market that is functionally similar to that of securities analysts, who evaluate the quality of securities in the equity market, and auditors, who review the financial statements of firms. Such role justifies a similar level of public oversight and accountability."

<sup>766</sup> Jacques-Bénigne BOSSUET, Œuvres complètes Vol. XIV. éd. L. Vivès, 1875

## Chapitre I : L'émergence de réglementations équivoques

« Pour des titres négociable, les notations d'agences restent des références incontournables » Robert OPHÈLE, Second Gouverneur de la Banque de France, Sénat, 27 mars 2012

---

257. Dans le cadre de son audition devant la Mission Commune d'Information du Sénat, le 27 mars 2012, la Banque de France, elle-même une agence de notation<sup>767</sup> en vertu d'une décision de la Commission bancaire<sup>768</sup> du 19 juin 2007<sup>769</sup>, a affirmé que « pour les titres négociables les notations d'agences restent des références incontournables [...]. Mais cette dépendance est limitée par trois éléments: seule la meilleure notation des titres non adossés à des actifs est retenue par l'Eurosystème, ce qui rend l'éligibilité moins sensible aux éventuelles dégradations décidées par l'une ou l'autre des agences de notation. [...]»<sup>770</sup> et de rajouter que

---

<sup>767</sup> Voir le Code de Conduite de L'Activité de Cotation des Entreprises à la Banque de France, 20 octobre 2011, code publié sur le site internet de la Banque de France. Il sera noté que la Banque de France utilise le terme de « cotation », pour définir son activité sur ce marché, lequel apparaît comme étant beaucoup plus neutre et moins subjectif que celui de « notation ». Les présents travaux ayant pour sous-jacent l'oligopole détenant 90% du marché de la notation, ayant un réel impact sur la finance mondiale, l'analyse de l'activité de « cotation » de la Banque de France sera effectuée dans des travaux ultérieurs.

<sup>768</sup> Laquelle a été fusionnée avec l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM), le Comité des entreprises d'assurance (CEA) et le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissements, pour former l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Cette fusion a été rendue possible par l'article 152 de la Loi de modernisation de l'économie (LME) n 2008-776 du 4 août 2008 et a été créée par l'Ordonnance n 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance. En effet, conformément à l'article L.511-44 du code monétaire et financier, alors en vigueur, la Commission bancaire était l'autorité compétente « pour la reconnaissance des organismes externes d'évaluation de crédit (OEEC) dont les évaluations [pouvaient être utilisées] par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement pour les besoins de la mises en œuvres de la réglementation prévue par l'article L.511-41 » relatif, entre autres, aux ratios de couverture et de division des risques que doivent respecter les établissements de crédit et les sociétés de financement afin que garantir leur liquidité et leur solvabilité. Ce rôle de reconnaissance des OEEC est désormais assuré par l'ACPR selon le même article du code monétaire et financier, pourtant modifié par l'article 4 de l'Ordonnance n 2013-544 du 27 juin 2013, lequel relie toujours l'évaluation des ratios de solvabilité et de la qualité des actifs détenus pour comptes propres à la notation.

<sup>769</sup> Voir Rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation, 2.2.2 Les agences reconnues en France, p14, publié le 17 janvier 2008.

<sup>770</sup> Banque de France, Transcription de l'Audition du 27 mars 2012 au Sénat, p.2

« Pour cette catégorie d'actifs, [...] il n'y a pas de notation propre aux banques centrales existante ou en préparation. »<sup>771</sup> Autrement dit, dans la configuration actuelle des marchés la notation demeure le véritable standard d'appréciation et d'évaluation sur les titres négociés. De plus, l'absence de modèle alternatif rend le marché particulièrement dépendant et vulnérable. Ainsi, toute altération qui pourrait être réalisée, notamment par le législateur, pour réduire radicalement cette dépendance pourrait être vectrice d'instabilité. C'est d'ailleurs le constat qu'avait déjà dressé quelques années auparavant le rapport de Larosière, publié le 25 février 2009, en considérant que : « le fait que certaines réglementations financières imposent l'utilisation de notations pose un certain nombre de problèmes, mais cette utilisation est sans doute inévitable à ce stade. Toutefois, il faudrait la réduire considérablement à plus longue échéance<sup>772</sup> ». A cet effet, ledit rapport recommandait spécifiquement sur ce point, la mise en place de quatre mesures destinées à réduire l'influence de ces structures ainsi que d'en contrôler l'activité, à savoir : (1) « qu'au sein de l'Union européenne, un CERVM<sup>773</sup> renforcé soit chargé de l'enregistrement et de la surveillance des agences de notation; (2) que soit entrepris un réexamen approfondi du modèle économique des agences de notation, de leur financement et de la possibilité de dissociation des activités de notation et de conseil; (3) que la notation des produits structurés cède la place à des codes spécifiques pour ces types de produits. <sup>774</sup> » et surtout que (4) « l'utilisation des notations soit progressivement fortement réduite dans les réglementations financières; ».

**258.** Conformément aux recommandations du rapport de Larosière, qui étaient présentées comme constituant « le fondement de la nouvelle architecture de surveillance financière de l'Union européenne <sup>775</sup> », ainsi qu'aux conclusions émises en première partie des présents travaux, notamment, sur les dangers que présente le rôle de quasi-régulateur attribué aux agences de notation, la réduction draconienne des références réglementaires à ces structures apparaissait comme relevant d'une impérieuse nécessité. A cette fin, le Conseil de Stabilité Financière<sup>776</sup>, plus connu sous sa dénomination anglo-saxonne *Financial Stability Board*

---

<sup>771</sup> Ibidem,

<sup>772</sup> The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report, p.24, paragraph 69, February 25<sup>th</sup>, 2009

<sup>773</sup> Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, institué en janvier 2001, ce comité regroupait les autorités publiques compétentes en matières de valeurs mobilières – Ce comité a été remplacé par l'Autorité européenne des marchés financiers depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011

<sup>774</sup> Ibidem, Recommandation 3; En ce qui concerne les agences de notation, le Groupe recommande p.24

<sup>775</sup> Voir les présentations du rapport faites par la Commission européenne et la Direction Générale du Trésor, publiée pour cette dernière le 23 décembre 2011.

<sup>776</sup> Cette institution internationale a été créée à l'occasion du Sommet de Londres, réunissant les Chefs d'Etats du G20, en avril 2009 sur les bases de ce qui constituait, jusqu'alors, le Forum de Stabilité Financière (FSF). Le Conseil de Stabilité Financière est depuis le 28 janvier 2013 une association de droit suisse qui regroupe l'ensemble

(FSB), avait émis une série de principes visant à « *réduire les dépendances et les références aux agences de notation dans les standards, lois et réglementations* <sup>777</sup> », parmi lesquels le principe phare était celui de « *supprimer ou remplacer toute référence aux agences de notation une fois que des alternatives réglementaires ont pu être identifiées et ont pu être implémentées de façon pérenne*<sup>778</sup> ». En réponse à l'émission de ces principes, la Direction Générale du marché intérieur et des services de l'Union européenne avait adopté un « *Plan d'action pour réduire la dépendance aux notations des agences de notation* » <sup>779</sup> destiné *inter alia* à « *supprimer toute les références restantes aux agences de notation dans la réglementation européenne [et donc des Etats membres de l'Union] avant 2020.* »

**259.** Cependant, ces objectifs particulièrement ambitieux apparaissent clairement biaisés tant la réglementation actuellement applicable - laquelle a pourtant été modifiée maintes fois à la lumière des travaux susmentionnés – fait persister le principe de *delegated monitoring* et tant l'adoption de nouvelles réglementations prudentielles tend à la création de nouveaux risques financiers (Section I). Mais encore ces mêmes réglementations produisent un effet collatéral particulièrement pernicieux en ce qu'elles favorisent paradoxalement ces agences, ou oligopole, qui monopolisent actuellement le marché de la notation et dont les défaillances nombreuses ont pu être démontrées précédemment (Section II).

---

des Etats membres du G20 et qui vise à coordonner, internationalement, les réformes portant sur la régulation financière, et ce, à travers le développement de standard internationaux et le suivi de la mise en œuvres de ces derniers. Voir la présentation du Conseil de stabilité financière par la Direction Générale du Trésor, publiée le 31 janvier 2013 sur son site institutionnel.

<sup>777</sup> FSB, Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, p.1, October 27<sup>th</sup>, 2010

<sup>778</sup> Ibidem.

<sup>779</sup> Directorate General Internal Market And Services, “EU Action Plan to reduce reliance on Credit Rating Agency (CRA) Ratings”, EU Response to the Financial Stability Board (FSB), Staff Working Paper, May 12<sup>th</sup>, 2014.

---

## Section I: La persistance du *delegated monitoring*, création de nouveaux risques par le législateur

---

**260.** Alain SUPPIOT soulignait dans son ouvrage ayant trait à la gouvernance par les nombres de la société contemporaine, que « *L'évaluation quantitative des performances des Etats a aussi une face privée : celle des évaluations chiffrées émises par les agences de notation sur leurs performances et leurs perspectives financières, ainsi que sur la confiance qui doit être accordée aux titres financiers qu'ils émettent. [...] Ces catastrophes à répétition ne sont jamais imputées à un vice de conception de ce type de dispositifs, mais toujours à des défaillances humaines. Ce type de gouvernance n'en conduit pas moins à des impasses qui le rendent insoutenable à terme et font ressurgir des formes nouvelles d'allégeances entre les personnes*<sup>780</sup> ». En d'autres termes, le Professeur au Collège de France considère que la notion de performance, dans sa conception actuelle, implique indiscutablement celle de l'évaluation chiffrée du risque. Cette performance, lorsqu'elle est évaluée, est laissée à l'appréciation du secteur privé, y compris lorsqu'il s'agit d'estimer la performance d'un titre financier qui serait rattaché à une personne publique. L'éminent juriste réalise, ainsi, l'amer constat que les différentes crises financières récentes décrites comme des « *catastrophes à répétition* » n'aient pu inverser ce processus de gouvernance de la performance et de la mesure du risque.

**261.** Les ambitions affichées par les pouvoirs publics, énoncées dans l'introduction de la présente section, pouvait laisser prévoir des actions concrètes et rapides, tant des législateurs nationaux que des régulateurs internationaux, qui devaient abonder dans le même sens de « *la Commission européenne [qui s'était] engagée à éradiquer ces références [aux agences de notation] dans la réglementation*<sup>781</sup> ». Le fait de redonner aux agences de notation toute leur

---

<sup>780</sup> Alain SUPPIOT «*La Gouvernance par les nombres*», Fayard, 18 mars 2015

<sup>781</sup> Hervé de VILLEROCHÉ, Op.Cit.

vocation première, à savoir, figurer comme une simple opinion de marché parmi tant d'autres, était aussi une des ambitions du Dodd-Frank Act de 2010 qui prévoyait au sein de sa Section 939 de supprimer « *les références statutaires aux notations*<sup>782</sup> ». En d'autre terme, par l'adoption de cette disposition, le Congrès américain visait à supprimer les références aux notations des agences dans le corpus législatif et réglementaire américain. Ce chantier réglementaire apparaît particulièrement incantatoire tant la dépendance aux agences de notation dans l'évaluation du risque de crédit et de qualité d'un instrument financier est profonde. Force est de constater que le *delegated monitoring* apparaît toujours aussi présent dans les diverses réglementation financières et extra financières, ainsi, les références aux agences de notation dans le corpus législatif et réglementaire français en offre la parfaite illustration (§1). Mais encore, l'évolution de la réglementation prudentielle, notamment, *via* la mise en place des nouveaux standards de Bâle apparaît comme la pure expression du syndrome du pompier pyromane (§2), tant les risques qui y sont rattachés sont importants.

### **§1) La constante réglementaire française**

**262.** Le corpus réglementaire français fait référence aux structures de notation à travers les notions d'« agences de notation » et d'« organismes externes d'évaluations de crédit ». Bien entendu, ces notions ne renvoient pas, en principe, exclusivement aux trois principales agences de notation lesquelles concentrent l'attention des présents travaux. Cependant, au regard des parts de marchés occupées par ces dernières, ces notions en consacrent néanmoins l'influence au sein de la législation. L'étude du corpus susmentionné a été réalisée postérieurement à l'adoption des paquets réglementaires européens, dits CRA I, II & III<sup>783</sup>, destinés à encadrer l'activité de notation et qui visaient « *à éliminer la dépendance au recours excessif aux notations de crédit*<sup>784</sup> ». La transposition de ces textes européens, bien qu'elle n'ait pu être que partielle, n'a engendré que des effets accessoires sur des agences de notation qui restent encore

---

<sup>782</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203 - July 21<sup>st</sup> 2010, SEC.939. REMOVAL OF STATUTORY REFERENCES TO CREDIT RATINGS and SEC.939.A.REVIEW OF RELIANCE ON RATINGS.

<sup>783</sup>RÈGLEMENT (CE) No 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009, J.O.U.E. 17 novembre 2009; RÈGLEMENT (UE) No 513/2011 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE), J.O.U.E., le 31 mai 2011 ; RÈGLEMENTS RÈGLEMENT (UE) No 462/2013 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) no 1060/2009.

<sup>784</sup> Hervé de VILLEROCHÉ, Op.cit., note 753

très présentes, principalement, dans le Code monétaire et financier, mais aussi, au sein du Code de la sécurité sociale, du Code des assurances, du le Code de la mutualité, et du Code général des collectivités territoriales.

**263.** Ainsi, c'est l'article L.321-2<sup>785</sup> qui ouvre le florilège des références aux agences de notation dans le Code monétaire et financier. Cet article qui prévoit la liste des services connexes aux services d'investissement intègre, à ce titre, en son alinéa 8 « *le service de notation de crédit mentionné aux a<sup>786</sup> et o<sup>787</sup> du 1 de l'article 3 du règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, sur les agences de notation de crédit.* » C'est dans le cadre de ce service connexe de notation de crédit que les articles L.511-33<sup>788</sup> et L.531-12<sup>789</sup> prévoient, respectivement, la possibilité pour les établissements de crédit, les sociétés de financement et les entreprises d'investissement de « *communiquer des informations couvertes par le secret professionnel [...] aux agences de notation pour les besoins de la notation des produits financiers* ».

**264.** Toutefois, c'est l'article L.511-44<sup>790</sup> qui va fixer le cadre réglementaire de ces agences, sur le modèle des NRSRO américaines<sup>791</sup>. Ces structures pourront être utilisées par les établissements de crédit, les sociétés de financement et les entreprises d'investissement aux fins d'évaluation des risques, et ce, dans l'application des normes relatives à la solvabilité et à la liquidité ayant trait, notamment, au respect des ratios de couverture (ratio de fonds propres) et de division de risques<sup>792</sup>. Par l'application de cet article, certaines agences de notation se voient donc octroyer le véritable prédicat d'« *organismes externes d'évaluation de crédit* » par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), laquelle établit et tient à jour la liste de ces structures « *dont les évaluations peuvent être utilisées par les établissements de crédit,*

---

<sup>785</sup> Dans sa dernière version modifiée par la Loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 – article 10 (v)

<sup>786</sup> Pour mémoire le 1. a. dudit texte dispose qu'aux fins du présent règlement il est entendu par : « *notation de crédit: un avis, émis par application d'un système de classification bien défini et bien établi prévoyant différentes catégories de notation, concernant la qualité de crédit d'une entité, d'une dette ou obligation financière, d'un titre de créance, d'actions privilégiées ou autres instruments financiers, ou d'un émetteur d'une telle dette ou obligation financière, d'un tel titre de créance, de telles actions privilégiées ou d'un tel instrument financier;* »

<sup>787</sup> Pour mémoire le 1.o. dudit texte dispose qu'aux fins du présent règlement il est entendu par « *activités de notation de crédit*»: les activités d'analyse des données et des informations et d'évaluation, d'approbation, d'émission et de réexamen des notations de crédit.

<sup>788</sup> dans sa dernière version modifiée par la Loi n°2015-992 du 17 août 2015-article 23

<sup>789</sup> dans sa dernière version modifiée par la Loi n°2015-859 du 15 juillet 2015 – article 15

<sup>790</sup> dans sa dernière version modifiée par l'Ordonnance n°2013-544 du 27 juin 2013 –article 4

<sup>791</sup> Voir Section I : La politique publique de *delegated monitoring* : l'institutionnalisation d'une influence §2) La consécration d'un oligopole : La création du statut de NRSRO, p109

<sup>792</sup> Cette réglementation sur le respect des normes de gestion destinées, entre autres, à garantir la liquidité et la solvabilité, des Etablissement de crédit et des sociétés de financement, « *à l'égard des déposants et, plus généralement, des tiers ainsi que de l'équilibre de leur structures financière*» est consacrée à l'article L.511-41 du Code monétaire et financier.

*les sociétés de financement et les entreprises d'investissement pour les besoins de la mise en oeuvre de la réglementation prévue par l'article L.511-41* ». Le législateur a jugé bon de préciser dans cet article L.511-44 qu'« *un organisme ne peut être inscrit sur cette liste que si son activité et son expérience en matière d'évaluation du crédit sont de nature à assurer la crédibilité de ses évaluations, s'il procède régulièrement au réexamen de celles-ci et si ses méthodes répondent à des conditions d'objectivité, d'indépendance, de constance et de transparence.* » Il est donc assez curieux de trouver dans cette liste<sup>793</sup>, particulièrement restreinte, de l'ACPR les agences de notation Standard & Poor's, Moody's Investor Services et Fitch Ratings dont la crédibilité a sensiblement été remise en cause lors des scandales et crises financières de la dernière décennie comme l'a notamment démontré la première partie des présents travaux. Néanmoins, il peut être constaté que l'ACPR a pondéré cette liste avec trois structures de notation supplémentaires, à savoir, la Banque de France, Dominion Bond Rating Services et Japan Credit Rating Agency.

**265.** Cependant, l'usage de la notation émise par ces structures, dans l'évaluation du risque de crédit auquel les établissements de crédit et les sociétés de financement pourraient être exposés, est en principe limité par l'article L.511-41-1 C<sup>794</sup>. En effet, cet article prévoit que l'ACPR « *contrôle l'utilisation par les établissements de crédit et les sociétés de financement des approches internes pour la détermination des exigences de fonds propres s'imposant à eux, en s'assurant notamment que ceux-ci ne s'appuient pas exclusivement ou mécaniquement sur les notations de crédit externes* ». De plus, l'article L.511-61<sup>795</sup> tend à vouloir responsabiliser les dirigeants effectifs, au sens de l'article L.511-13<sup>796</sup>, dans l'usage de la notation en prévoyant notamment que ces derniers soient tenus « *de s'engager activement dans [...] dans l'évaluation des actifs et l'utilisation des notations de crédit externes et des modèles internes liés à ces risques. Elles s'assurent que des ressources adéquates y sont consacrées.* » Force est de constater que bien loin de supprimer les références aux agences de notation, ces éléments réglementaires prévoient encore largement l'usage de ces structures. Le législateur veille même à ce que les ressources adéquates y soient consacrées.

---

<sup>793</sup> ACPR, Reconnaissance des organismes externes d'évaluation de crédit par l'Autorité de contrôle prudentiel, dernière mise à jour le 3 juin 2014

<sup>794</sup> dans sa dernière version modifiée par la Loi n°2013-672 du 26 juillet 2013 – article 23

<sup>795</sup> dans sa dernière version modifiée par l'Ordonnance 2014-158 du 20 février 2014 – article 3

<sup>796</sup> Voir la Position ACPR n°2014-P-07 relative à la désignation des dirigeants effectifs au sens de l'article L.511-13 et du 4 de l'article L.532-2 du Code monétaire et financier.

**266.** Mais encore, dans le cadre des normes de gestion applicables aux prestataires de services d'investissement, l'article L.533-2-3<sup>797</sup> dispose que l'ACPR contrôle les entreprises d'investissement, autres que les sociétés de gestion de portefeuilles, afin de s'assurer que ces dernières, là encore, ne « *s'appuient pas exclusivement ou mécaniquement sur les notations de crédit externes* » pour la détermination de leurs fonds propres. Selon cette même norme de gestion qui tend, en principe, à vouloir réduire l'importance de la notation dans l'évaluation du risque de crédit, l'article L.533-10-1<sup>798</sup> prévoit que les sociétés de gestion de portefeuilles et les prestataires de services d'investissement qui fournissent le service d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers<sup>799</sup> doivent employer, notamment, une méthode de gestion des risques afin de contrôler et mesurer à tout moment le risque associé à la gestion des différentes positions gérées ainsi que leur impact, en terme de risque, au sein du portefeuille global. Dans le cadre de cette méthode, il est précisé que ces prestataires de services d'investissement ne « *recourent pas exclusivement ou mécaniquement à des notations de crédit émises par des agences de notation* <sup>800</sup>[...] *pour évaluer la qualité de crédit des actifs du portefeuille.* » Là encore, ces deux articles permettent de constater que, malgré les évolutions réglementaires, la frontière entre une évaluation qui se fonderait exclusivement sur une notation de crédit et celle qui ne se baserait pas intégralement sur cette évaluation externe est parfaitement poreuse. Cette frontière artificielle permettrait encore l'expression d'un pouvoir de nuisance trop important d'une notation qui s'avèrerait défailante. De plus, les mentions « *exclusivement ou mécaniquement* » ne semblent pas proscrire l'usage massif de la notation de crédit, et ce, notamment dans le calcul des ratios de fonds propres<sup>801</sup>; cela, à partir du moment où cet usage serait, par exemple, conjugué avec un minimum d'analyse macroéconomique interne sur les sous-jacents investis ainsi qu'un contrôle manuel des marges de couverture et donc d'exposition au risque de crédit.

---

<sup>797</sup> Article L.533-2-3 du Code monétaire et financier, créée par l'Ordonnance n°2014-158 du 20 février 2014-article 3 qui porte sur diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière financière, y compris sur les agences de notation.

<sup>798</sup> Article L.533-10-1 du Code monétaire et financier, dans sa dernière version modifiée par l'Ordonnance 2013-676 du 25 juillet 2013-article 15

<sup>799</sup> Prévu à l'article L.321-1 alinéa 4 du même Code

<sup>800</sup> Le point b du paragraphe 1 de l'article 3 du règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 définit la notion d'«*agence de notation de crédit*» comme: une personne morale dont l'activité inclut l'émission de notations de crédit à titre professionnel.

<sup>801</sup> Voir ACPR, «*Modalités de calcul des ratios prudentiels dans le cadre de la CRDIV*», Notice, version du 30 juin 2015. Particulièrement : en page 19 sur l'Exposition sur les établissements notés, en page 29 sur l'Utilisation des notations des organismes externes d'évaluation de crédit, notamment sur le fait que le Conseil de stabilité financière recommande une utilisation intelligente (non mécanique) des notations externes. Voir aussi, l'article 120 et 128 de la *Capital Requirements Regulation* (EU) n°575/2013

**267.** Au sens de l'article L.513-2, les sociétés de crédit foncier sont des établissements de crédit spécialisés, « *qui ont pour objet exclusif de consentir ou d'acquérir des prêts garantis, des expositions sur des personnes publiques et des titres et valeurs*<sup>802</sup> ». A ce titre, l'article L.513-3 précise que les prêts sont considérés comme garantis, notamment, lorsqu'ils sont assortis d'une sûreté immobilière portant sur un bien se situant dans un Etat membre, en sus de la France, de l'Union européenne « *ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou dans un Etat bénéficiant du meilleur échelon de qualité de crédit établi par un organisme externe d'évaluation de crédit reconnu par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution conformément à l'article L. 511-44.*<sup>803</sup> » Mais encore, il est souligné à l'article L.513-4<sup>804</sup> que les expositions sur des personnes publiques<sup>805</sup> seront éligibles, au titre de l'article L.513-2, si ces éléments d'actifs ou engagements hors bilan procèdent des personnes publiques, à l'exemple d'administrations centrales, banques centrales, établissements publics, collectivités territoriales, etc., qui se situent dans un Etat membre de l'Union européenne, ou parties à l'accord sur l'Espace Economique Européen, ou dans un Etat qui bénéficie, là encore « *du meilleur échelon de qualité de crédit établi par un organisme externe d'évaluation de crédit reconnu par l'ACPR*<sup>806</sup> » ou bénéficiant directement de cet échelon pour ce qui est, notamment, des organisations internationales et des banques de développement multilatéral situées dans ces derniers. Ainsi, la notation présentée selon le renouveau sémantique du « meilleur échelon », représente toujours l'évaluation de crédit portant sur la qualité d'un débiteur dont le défaut d'appartenance à certains accords ou à une certaine zone géographique ne gagerait pas de sa solvabilité. Selon ces mêmes dispositions, une créance garantie par un bien immobilier situé en Grèce, noté B- par S&P, serait en principe aussi sûre que celle garantie par un bien situé à Singapour, pourtant noté AAA par S&P, ou en Corée du Sud, noté AA-

---

<sup>802</sup> Article L.513-2 du Code monétaire et financier, crée par l'Ordonnance n°2013-544 du 27 juin 2013 – article 4

<sup>803</sup> Article L.513-3 du Code monétaire et financier, modifié par l'Ordonnance n°2014-158 du 20 février 2014 – article 5 (V)

<sup>804</sup> Article L.513-4 du Code monétaire et financier, dans sa dernière version modifiée par l'Ordonnance n°2014-158 du 20 février 2014 – article 5

<sup>805</sup> Au sens de l'article L513-4 II du Code monétaire et financier, ces expositions comprennent, notamment, « *1) Les titres de créances émis, ou totalement garantis par une ou plusieurs des personnes publiques mentionnées aux 1 à 5 du I ; 2) les créances de sommes d'argent [...] sur des personnes publiques [...]ou totalement garantis par une ou plusieurs de ces personnes publiques ; 3) les créances nées de contrats de crédit- bail ou contrats équivalents auxquels des personnes publiques [...] sont parties en qualité de crédit-preneur ou locataires [...]* »

<sup>806</sup> Voir la Communication de l'ACPR sur la « Reconnaissance des organismes externes d'évaluation de crédit par l'Autorité de contrôle prudentiel », et les tables de correspondance (*mapping*) reliant les notations des OEEC et les échelons de qualité de crédit de l'ACPR, 3 juin 2014.

**268.** Dans le prolongement de ces dispositions, l'article L.513-5<sup>807</sup> prévoit que les parts et titres de créances émis par des organismes de titrisation ou des entités similaires sont assimilés aux prêts et expositions mentionnés aux articles L.513-3<sup>808</sup> et L.513.4<sup>809</sup> à conditions, *inter alia*, que « *ces parts ou titres bénéficient du meilleur échelon de qualité de crédit établi par un organisme externe d'évaluation reconnu* » par l'ACPR. Là encore, la réglementation se base sur la meilleure notation émise par les agences, laquelle est consacrée par l'ACPR pour fixer son critère de qualité. De plus, l'article L.513-7<sup>810</sup> dispose que « *des titres, valeurs et dépôts suffisamment sûrs et liquides peuvent être détenus comme valeurs de remplacement<sup>811</sup> par les sociétés de crédit foncier. Ce décret fixe la part maximale que ces valeurs de remplacement peuvent représenter.* » C'est l'article R513-6<sup>812</sup> qui viendra préciser que « *sont regardés comme suffisamment sûrs et liquides les titres, valeurs et dépôts dont sont débiteurs des établissements de crédit ou entreprises d'investissement bénéficiant du meilleur échelon de qualité de crédit établi par un organisme externe d'évaluation de crédit [...] ou qui sont garantis par des établissement de crédit ou entreprise d'investissement de même échelon de qualité de crédit.* » Là encore, les titres, valeurs et dépôts émis ou garantis par des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement bénéficiant d'une bonne notation sont censés représenter des actifs de bonne qualité.

**269.** Dans le cadre d'une cession d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement, pour l'adhésion à un système de règlements interbancaires ou de règlement et de livraison d'instruments financiers, mentionné à l'article L.613-52-6<sup>813</sup>, il ne peut être opposé à l'acquéreur « *l'absence de notation ou une notation insuffisante de la part d'une agence de notation de crédit mentionnée à l'article L.544-4* », cependant cet acquéreur devra faire appel à la notation s'il souhaite réaliser des émissions de titres. En effet, en application de l'article D.213-3 « *Les émetteurs doivent rendre public une notation de leur programme d'émission, obtenue auprès d'une agence spécialisée figurant sur une liste arrêtée par l'autorité administrative compétente ou, le cas échéant, disposer d'un garant bénéficiant d'une telle*

---

<sup>807</sup> Article L.513-5 du Code monétaire et financier, modifié par l'Ordonnance n°2014-158 du 20 février 2014 – article 5 (V)

<sup>808</sup> Op.cit.

<sup>809</sup> Op.cit.

<sup>810</sup> Article L.513-7 du Code monétaire et financier, crée par l'Ordonnance n°2013-544 du 27 juin 2013 – article 4

<sup>811</sup> Par la valeur de remplacement il faut comprendre les titres de créances ou assimilés éligibles à titre de trésorerie pour les sociétés de crédit foncier.

<sup>812</sup> Article R513-6, crée par le Décret n°2014-1315 du 3 novembre 2014 – article 4, modifié par le Décret n°2014-1315 du 3 novembre 2014 – article 6

<sup>813</sup> Sur les conditions de participation, d'adhésion ou d'accès à ces systèmes. Article L.613-52-6 crée par l'Ordonnance n°2015-1024 du 20 août 2015 – article 3

notation.<sup>814</sup> » Ce texte prévoit une exemption, notamment, pour les trois cas suivants, à savoir: « 1) *Les établissements de crédit et les entreprises d'investissement établis dans l'Espace économique européen* », ce qui peut s'expliquer, notamment, du fait que ces derniers soient déjà notés<sup>815</sup> en application de la réglementation systémique lorsqu'elles émettent de la dette, ainsi que dans un impératif de crédibilité sur les marchés devenus trop dépendant de la notation; « 2) *La Caisse des dépôts et consignations* », elle-même notée<sup>816</sup> et qui bénéficie de la garantie de l'Etat français et de sa notation dite « non sollicitée »; « 3) *Les émetteurs dont des titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé de l'Espace économique européen* » qui, en principe, sont toujours notés<sup>817</sup>. A ce titre, l'article D.213-9 prévoit que les émetteurs de titres de créances négociables doivent déposer à la Banque de France, diverses formalités au titre desquelles doit être transmis un dossier de présentation financières comprenant « *une présentation du programme d'émission avec le cas échéant, la fiche de notation obtenue auprès d'une agences de notation [...]*<sup>818</sup> »

**270.** Au sein du Code monétaire et financier, les références aux agences de notation se trouvent aussi en matière des règles d'investissement applicables aux organismes de placement collectifs<sup>819</sup> (OPC), qu'ils soient des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) ou des Fonds d'investissement alternatifs (FIA), au sens de l'article L.214-1 du Code monétaire et financier. Ces règles impliquent, *inter alia*, que ces OPC puissent investir dans des

---

<sup>814</sup> Article D.213-3 du Code monétaire et financier, dans sa version modifiée par le Décret n°2014-361 du 20 mars 2014 – art.1 ; Voir sur point Thierry GRANIER, “*Titres de créance, titres composés, contrats financiers*”, 20.- Conditions d'émission des titres de créances négociables, JCI. Sociétés Traité, date de fraîcheur 1<sup>er</sup> juillet 2016.

<sup>815</sup> Voir Moody's Investors Service, Credit Opinion : Société Générale – Global Credit Research, 4th Jan 2016, la Société Générale est suivie par quatre agences de notation Standard & Poor's, Moody's, Fitch, DBRS.

<sup>816</sup> Voir Standard & Poor's Rating Services, Caisse des Dépôts et Consignations, Counterparty Credit Rating, December 11, 2014; Moody's InvestorsService, Credit Opinion: Caisse des Dépôts et Consignations, Global Credit Research, 5 Oct 2015

<sup>817</sup> Voir BCE, Orientation de la Banque Centrale Européenne du 20 septembre 2011, BCE/2011/14, JO L331 du 14 décembre 2011, et plus particulièrement les pages 49 et 50 sur le dispositif de l'Eurosystème d'évaluation de crédit. L'Eurosystème dans le cadre des procédures, règles et techniques qui garantissent le respect des exigences en matière de qualité de signature élevée que doivent revêtir l'ensemble des garanties éligibles, exige, notamment, un passage par la notation. Ainsi, « *Pour évaluer la qualité de signature des actifs éligibles, l'Eurosystème se fonde sur les informations provenant de l'une des quatre sources suivantes d'évaluation du crédit: les agences de notation ou organismes externes d'évaluation du crédit (External Credit Assessment Institutions — ECAI), les systèmes internes d'évaluation du crédit (Internal Credit Assessment Systems — ICAS) des banques centrales nationales, les systèmes de notation interne des contreparties (Internal Rating Based Systems — système IRB) et les outils de notation gérés par des opérateurs tiers agréés (Rating Tools — RT)* ».

<sup>818</sup> Article D.213-9 al II 1 du Code monétaire et financier

<sup>819</sup> Voir Article 313-53-5 du règlement général de l'AMF, toujours en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2016, sur la politique de gestion des risques qui prévoit, suite à l'arrêté du 11 février 2014, que « *la société de gestion de portefeuille ne recourt pas exclusivement ou mécaniquement à des notation de crédit émises par des agences de notation de crédit[...] pour évaluer la qualité de crédit des actifs détenus en portefeuille* » ; Sébastien BONFILS, « *Actualité législative et réglementaire au plan national* », Focus sur le recours aux agences de notation, 15<sup>e</sup> journée de formation des RCCI et des RCSI, p.38 et p.39

instruments du marché monétaires répondant à divers critères révélateurs de leur haute qualité<sup>820</sup>. Parmi ces critères l'article R.214-12<sup>821</sup> alinéa 3 c) précise que les instruments monétaires doivent être « *émis ou garantis par un établissement soumis à une surveillance prudentielle*<sup>822</sup> », laquelle est basée sur une réglementation qui continue à faire appel à la notation, « *dont le siège est situé dans un Etat membre de l'Union européenne ou par un établissement qui satisfait à l'un des critères* » parmi lesquels figure le fait de bénéficier « *d'une évaluation externe d'une agence [...]* »;

**271.** Dans le cas des organismes de placement collectif immobilier, ouverts à des investisseurs non professionnels, ces derniers ne pourront conclure des contrats constituant des instruments dérivés à terme que si ces instruments sont, notamment, « *des titres de créances répondant aux critères définis à l'article R.214-32-20*<sup>823</sup> *ou des titres de créances admis aux négociations sur un marché réglementé [...]* et ayant rendu publique pour au moins une créance, au moins une notation obtenue auprès d'un organisme figurant sur une liste arrêtée par le ministre chargé de l'économie. »

**272.** Si l'article L.321-2<sup>824</sup> du Code monétaire et financier place les services de notation au rang des services connexes aux services d'investissement, comme il a été souligné précédemment ; ces services jouissent d'un encadrement spécifique prévu par les articles L.544-4, L.544-5 et L.544-6, lesquels transposent, en partie, le règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, sur les agences de notation de crédit. Le premier de ces articles, à savoir le L.544-4<sup>825</sup>, attribue à l'Autorité des marchés financiers la

---

<sup>820</sup> Voir notamment, l'Instruction AMF n°2011-19 relative aux procédures d'agrément, à l'établissement d'un DICI et d'un prospectus et à l'information périodique des OPCVM coordonnés français et des OPCVM coordonnés étrangers commercialisés en France, p.30. L'AMF précise dans cette instruction, qu'un « *OPCVM monétaire à court terme a pour objectif premier de préserver le capital du fonds et de fournir un rendement en accord avec les taux des marchés monétaires ; pour s'assurer que les instruments du marché monétaire dans lesquels il investit soient de haute qualité selon le jugement de la société de gestion, il sera considéré qu'un instrument de marché monétaire ne sera pas de haute qualité s'il ne détient pas au moins l'une des deux meilleures notations court terme déterminée par chacune des agences reconnues qui ont noté l'instrument.* » Toutefois, ce critère de la notation n'est pas exclusif en ce qu'il peut être remplacé par « *l'équivalent d'un processus interne d'évaluation par l'OPCVM ou la société de gestion* ». Ce critère d'évaluation alternatif présente déjà des limites en ce qu'il procède aussi d'une analyse par une partie au statut de « juge et partie ».

<sup>821</sup> Article R214-12 du Code monétaire et financier sur l'éligibilité des actifs pouvant composer les investissements d'un OPC.

<sup>822</sup> Laquelle recours à la notation en application des accords de Bâle

<sup>823</sup> Article R.214-32-20 du Code monétaire et financier, créé par le Décret n°2013-687 du 25 juillet 2013 – article 8, sur les instruments du marché monétaire émis ou garantis par des personnes publiques situé dans l'EEA, à l'exemple d'un Etat, d'une collectivité territoriale, la BCE, ou une personne publique située en dehors de l'EEA mais qui bénéficie d'une évaluation externe d'une agence de notation mentionnée à l'article L.544-4 du Code monétaire et financier.

<sup>824</sup> Dans sa dernière version modifiée par la Loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 – article 10 (v)

<sup>825</sup> Article L.544-4 du Code monétaire et financier, dans sa dernière version modifiée par la Loi n°2013-100 du 28 janvier 2013 – article 35

compétence sur les agences de notation. Le deuxième article, à savoir le L.544-5, dispose que les agences de notation engagent leur « *responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements par elles commis dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement [...] précité*<sup>826</sup> ». Mais encore, pour éviter que tout différent relatif à la notation ne soit traité par la compétence d'un Etat tiers à l'Union européenne, et plus particulièrement des Etats-Unis dont la singularité constitutionnelle représente un obstacle à la responsabilisation des agences de notation<sup>827</sup>, cet article prévoit que tout accord entre les parties portant sur une clause d'attribution de juridiction qui ne ferait pas appel à une juridiction dans l'Union européenne, sans justification économique réelle, serait réputée nulle et non écrite. Le troisième article, à savoir le L.544-6, précise que les clauses contractuelles visant à « *exclure la responsabilité des agences de notation de crédit*<sup>828</sup> » sont réputées nulles et non écrites. Au sein du Code monétaire et financier, les références aux agences se retrouvent aussi dans certaines dispositions touchant les territoires d'outre-mer dont la Nouvelle-Calédonie et la Polynésie Française qui ne seront pas abordées dans le présent paragraphe.

**273.** Ces différents articles du Code monétaire et financier démontrent bien l'ancrage des agences de notation dans la réglementation financière et prudentielle française. Aussi, les différentes modifications et altérations connues par ces articles démontrent bien une volonté qui est de continuer de composer avec les agences de notation et non pas de reléguer les notations de ces dernières au rang de simples opinions de marché, afin d'en neutraliser l'influence.

**274.** Mais encore les références aux agences de notation se trouvent aussi au sein du Code de la sécurité sociale, notamment, à l'article R.932-5-11-1. Cet article dispose, entre autre, que l'ACPR réalise une surveillance des notations utilisées par les institutions de prévoyance ou unions dans leur politique d'investissement, et ce, « *en vue de réduire le recours exclusif et mécanique à de telles notations de crédit.*<sup>829</sup> »

**275.** Les agences de notation se retrouvent aussi à l'article R332-63-1<sup>830</sup> du Code des assurances, lequel précise que, dans le cadre des opérations réalisées dans la gestion des contrats

---

<sup>826</sup> Article L.544-5 du Code monétaire et financier, Loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 – article 10 (v)

<sup>827</sup> Cette singularité fera, notamment, l'objet d'une analyse ultérieure au sein des présents travaux.

<sup>828</sup> Article L.544-6 du Code monétaire et financier, créée par la Loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 – article 10 (v)

<sup>829</sup> Article R.932-5-11-1 du Code de la sécurité sociale, créée par le Décret n°2015-46 du 22 janvier 2015 - article 3

<sup>830</sup> Notation émise par une personne morale dont l'activité inclut l'émission de notations de crédit à titre professionnel ;

d'assurances, les entreprises d'assurances utilisent des références à des notations de crédit émises par des agences de notation de crédit au sens « *de l'article 3, paragraphe 1, point b, du règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009*<sup>831</sup> sur les agences de notation de crédit dans leurs politiques d'investissement, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, en tenant compte de la nature, de l'ampleur et de la complexité de ces opérations, surveille l'adéquation des processus d'évaluation du crédit de l'entreprise, évalue l'utilisation de références à des notations de crédit et, le cas échéant, encourage l'atténuation des effets de telles références, en vue de réduire le recours exclusif et mécanique à de telles notations de crédit. ».

**276.** Cette même disposition se retrouve à l'article R222-33-1<sup>832</sup> du Code de la mutualité dans le cadre de la gestion des portefeuilles d'assurance vie gérés par les mutuelles et leurs unions.

**277.** Enfin, c'est dans le cas des contrats de partenariat entre une personne publique et un établissement de crédit, que l'article D1414-2 du Code général des collectivités territoriales précise que pour apprécier les capacités des candidats la personne publique ne peut demander que le ou les renseignements parmi lesquels figurent les « *justificatifs délivrés par un ou plusieurs organismes externes d'évaluation de crédit permettant de mesurer la qualité de crédit sur le long terme des établissements de crédit.* <sup>833</sup>».

**278.** Ces références aux agences de notation démontrent indiscutablement à quel point l'influence de ces structures est toujours très présente dans la réglementation, et ce, malgré les diverses tentatives de réformes, ou plutôt de transposition, du législateur national lesquelles ressemblent plus à des effets de sémantique qu'à des réformes de fond. En effet, toute réforme sur cette thématique n'est cependant pas aisée, tant cette tâche herculéenne apparaît digne du nettoyage des écuries d'Augias, lesquelles pourraient représenter, notamment, le cadre réglementaire prudentiel actuel déterminé par le Comité de Bâle.

---

<sup>831</sup> Article R.332-63-1 du Code des assurances, crée par le Décret n°2015-46 du 22 janvier 2015 - article 3

<sup>832</sup> Article R222-33-1 du Code de la mutualité, crée par le Décret n°2015-46 du 22 janvier 2015 - article 3

<sup>833</sup> Article D1414-2 du Code général des collectivités territoriales, modifié par le Décret n°2009-244 du 2 mars 2009 – article 1

## **§2) La responsabilité prudentielle internationale**

279. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB), a été créé en 1974 par les gouverneurs des banques centrales des pays qui formaient alors le G10<sup>834</sup>. Ce Comité est né d'une situation de crise qui a mis à bas le système de stabilité des changes, et plus largement la stabilité financière internationale, voulu par les accords dits de Bretton Woods signés le 22 juillet 1944. En effet, dans le cadre de la reconstruction des différentes économies touchées par la seconde guerre mondiale, ces accords avaient permis de façonner le nouveau cadre du système financier international, dotant ce dernier d'institutions telles que le Fonds Monétaire International (FMI) et la Banque Mondiale (BM), composée notamment de la Banque Internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD), lesquelles ont été créées concomitamment ou à la suite de cette conférence internationale. Les accords de Bretton Woods avaient, en outre, mis en place un système monétaire international lequel consistait, d'une part, en l'indexation du cours du dollar américain sur le cours de l'or, et, d'autre part, en la fixation des cours des autres monnaies nationales par rapport au dollar américain, faisant de ce dernier la devise de référence. Ce système appelé « *Bretton Woods Gold Standard*<sup>835</sup> » a été suspendu par le Président Richard NIXON en août 1971<sup>836</sup>. En octobre 1973, la guerre du Kippour a éclaté, engendrant ainsi une instabilité majeure au Proche et Moyen-Orient, et a par voie de conséquence, conduit au choc pétrolier de 1973<sup>837</sup>. Ainsi, les exportations de pétrole vers les États-Unis diminuèrent sensiblement au profit du marché européen. Depuis cette intervention

---

<sup>834</sup> Voir Pierre SAUVE & Aadita MATTOO, “*Domestic Regulation and Service Trade Liberalization*”, p.38, World Bank Publications, August 29<sup>th</sup>, 2003. Le G10 ou Groupe des dix, contrairement à ce que son nom l'indique, regroupait les onze principaux pays industrialisés d'alors, à savoir, l'Allemagne, la Belgique, le Canada, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse auxquels viendront se greffer l'Australie, le Luxembourg et l'Espagne.

<sup>835</sup> Voir Michael D.BORDO & Athanasios ORPHANIDES, “*The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking*”, p.493, University of Chicago Press, June 28<sup>th</sup>, 2013; Luke A.NICHTER “*Richard Nixon and Europe*” p.71, Cambridge University Press, May 19<sup>th</sup>, 2015

<sup>836</sup> Richard NIXON, “*Address to the Nation Outlining a New Economic Policy: The Challenge of Peace*”, Public Papers of the Presidents of the United States, Richard NIXON – 1971, Government Office Printing, August 15<sup>th</sup>, 1971. “*I have directed Secretary Connally to suspend temporarily the convertibility of the dollar into gold or other reserve assets, except in amounts and conditions determined to be in the interest of monetary stability and in the best interests of the United States.*”

<sup>837</sup> Office of the Historian, “*Oil Embargo*”, US Department of State, October 31<sup>st</sup>, 2013; Dans ce conflits les États-Unis soutenaient l'État d'Israël ce qui a eu pour conséquence un embargo des exportations pétrolières vers les États-Unis décidé par les pays Arabes membres de l'OPEP qui augmenteront en parallèle le prix du baril de plus de 70%; Voir sur ce point et plus généralement sur l'histoire du Comité de Bâle les travaux de Charles GOODHART, “*The Basel Committee on Banking Supervision, A history of the Early Years 1974-1977*”, p.11, Cambridge University Press, 2011

du Président Nixon en 1971, le marché européen utilisait les devises de son marché intérieur sur les bases d'un cours flottant. En d'autres termes, les pays composant ce marché utilisaient un cours qui n'était plus fixé à partir du cours d'un dollar qui baissait, alors, dangereusement. Aussi, en juin 1974 la banque allemande Bankhaus Herstatt fit faillite en raison du défaut du règlement de ses transactions en dollar américain auprès de ses contreparties<sup>838</sup>. Cette banque s'est vue doublement sanctionnée car, en plus de la sanction économique que représente en soi une faillite, le régulateur Allemand, la Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred – Ancêtre du BaFin<sup>839</sup>), lui a retiré sa licence bancaire au motif d'une exposition sur les devises étrangères trois fois plus importante que ce que ses fonds propres lui permettait techniquement d'avoir. En octobre suivant, c'est la Franklin National Bank of New York qui fit faillite pour des raisons analogues, plus particulièrement, celle de l'absence de fonds propres suffisants pour couvrir ses expositions en devises étrangères<sup>840</sup>.

**280.** Cette situation financière internationale chaotique, d'un monde post-Bretton Woods, conduisit les représentants des dix principaux pays industrialisés<sup>841</sup> à s'interroger sur les moyens d'éviter à nouveau une crise financière mondiale tout en posant ce qui apparaît aujourd'hui comme étant les fondements de la régulation prudentielle internationale. C'est ainsi que le G10 émit sa première publication en 1975, appelé le Concordat de Bâle<sup>842</sup>, qui introduit le principe du contrôle bancaire sur base consolidée. L'objet de ce Concordat de six pages était de « *dégager certaines orientations concernant la coopération entre autorités nationales en matière de contrôle des établissements des banques à l'étranger et de suggérer des moyens pour en améliorer l'efficacité* <sup>843</sup> ». Le contrôle des banques s'envisageait à travers une coopération internationale sur les notions de « *liquidité, de solvabilité, d'opérations et positions en devises* <sup>844</sup> », à savoir, les opérations qui ont conduit, entre autres, aux deux faillites susmentionnées. Le G10 était, alors, composé des hauts représentants des autorités de contrôle

---

<sup>838</sup> Bulletin de la Commission Bancaire n°4, p.27, avril 1991; Joseph CIBY, "Credit Risk Analysis: A Tryst With Strategic Prudence", p.16, Tata McGraw-Hill Education, 2006; Benton E.GUP, "The New Financial Architecture: Banking Regulation in the 21<sup>st</sup> Century", p.8 Greenwood Publishing Group, 2000.

<sup>839</sup> Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, crée le 1er mai 2002, il s'agit du régulateur unique des banques assurances et des marchés financiers allemands.

<sup>840</sup> George G. KAUFMAN, "Reforming Financial Institutions and Markets In the United States: Towards Rebuilding a Safe and More Efficient System", p.122 - 123, Springer Science & Business Media, December 6<sup>th</sup>, 2012; Adde. Sénat, "La Régulation Bancaire à l'Épreuve de la Crise Financière", p.31, Les documents de travail du Sénat, Etude économique, Décembre 2009

<sup>841</sup> Au départ, l'idée était de réunir sous forme de Club les représentants des régulateurs prudentiels nationaux des membres de l'EEC.

<sup>842</sup> Charles GOODHART, Op.cit. p.96

<sup>843</sup> Comité des Règles et Pratiques de Contrôle des Opérations Bancaires, « Rapport du le contrôle des établissements des banques à l'étranger », 26 septembre 1975

<sup>844</sup> Ibidem

bancaires et des banques centrales d'Allemagne, de Belgique, du Canada, des Etats-Unis, de France, d'Italie, du Japon, des Pays-Bas, du Royaume-Uni, de Suède et de Suisse, qui en furent les membres historiques,<sup>845</sup> rejoints par ceux d'Afrique du Sud, d'Argentine, d'Australie, du Brésil, de Chine, d'Espagne, de Hong Kong, d'Inde, d'Indonésie, du Mexique, de Russie, d'Arabie Saoudite, de Singapour, de Turquie et de l'Union Européenne. Ce qui en fait un total de 28 membres<sup>846</sup> en 2016.

**281.** Le Comité de Bâle qui était initialement une structure informelle, hébergée au sein de la Banque des règlements internationaux (BIS), destinée à promouvoir une coopération internationale en matière de contrôle bancaire s'est très rapidement vu ériger au rang de véritable régulateur fixant, ainsi, les standards internationaux qui seront applicables à toute l'industrie bancaire internationale en terme de réglementation prudentielle. En effet, bien que le Comité de Bâle ne soit investi d'aucune autorité supranationale et que, par conséquent, ses décisions n'aient en principe aucune force exécutoire<sup>847</sup>, le Professeur Bertrand BRÉHIER rappelle que « *le Comité s'en remet aux engagements pris par ses membres (autorités de supervision nationales ou régionales) pour faire transposer ses normes dans leurs juridictions* »<sup>848</sup>. Il est à noter que cette transposition dépasse la simple juridiction des membres qui le composent, et ce, en raison d'un contrôle bancaire se veut être, comme il a été mentionné plus tôt, « *consolidé* »<sup>849</sup>. Dans un premier temps, c'est en vertu de ce principe de consolidation que les normes publiées par le Comité seront applicables dans les pays qui ne sont pas membres de ce dernier, mais au sein desquels sont installées les filiales des banques dont le siège est situé dans un pays membre. Dans un second temps, les normes fixées par le Comité de Bâle emporteront l'adhésion de la majorité des autorités prudentielles et banques centrales du monde

---

<sup>845</sup> Basel Committee on Banking Supervision, "A brief history of the Basel Committee", October 2015

<sup>846</sup> Basel Committee membership, "Institutions represented on the Basel Committee on Banking Supervision", BIS, February 2016.

<sup>847</sup> Voir Charte du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, p.1, Banque des Règlements Internationaux, Janvier 2013

<sup>848</sup> Bertrand BRÉHIER, "les nouveaux législateurs: OICV, Comité de Bâle, GSB, G20", p.31, Revue de Droit Bancaire et Financier n°3, Mai 2015.

<sup>849</sup> Committee On Banking Regulations And Supervisory Practices, "Consolidations of bank's balance sheets: aggregation of risk-bearing assets as a method of supervising bank solvency", p.5 & 6, Publications, October 1978. Cette publication prévoit entre autre, le contrôle des ratios de risques en fonction du capital propre disponible (à noter que ce document n'exprime pas encore une quantification de ce qui sera appelé plus tard le ratio de solvabilité) par les banques des pays membres du Comité, mais aussi au sein de leurs filiales à l'étranger, tant celle détenue majoritairement que celles au sein desquelles une participation de l'établissement situé dans un pays membre excède 10%.

entier<sup>850</sup>, sous l'impulsion il est vrai d'un secteur bancaire et financier international dominé par les Etats-Unis<sup>851</sup> et certains pays Européens<sup>852</sup>.

**282.** Le Comité de Bâle est surtout connu pour son dispositif d'adéquation des fonds propres, lequel va se formaliser à travers ce qui est appelé « les accords de Bâle ». Bien loin d'être de simples orientations visant à faire converger un ensemble d'Etats vers de bonnes pratiques prudentielles, le Comité va publier des principes généraux, qui s'affineront ou seront modifiées au fil des accords, autour desquels, selon les propos de Jean-Pierre MATTOUT, « *se développe une réglementation extrêmement précise [qui] consiste à affirmer que les banques doivent avoir un niveau de fonds propres proportionné aux engagements qu'elles consentent*<sup>853</sup>. »

**283.** Le premier de ces Accords, dit Bâle I, a été conclu en juillet 1988 entre les membres du G10 mais a été adressé à l'ensemble des autorités de contrôle bancaire du monde entier afin d'encourager l'adoption de ces lignes directrices par l'ensemble des acteurs bancaires ayant une activité internationale<sup>854</sup>. Dans sa partie III, Bâle I a institué les paramètres d'un ratio de solvabilité standard, à savoir le ratio Cooke, nommé ainsi en l'honneur de Peter COOKE, alors Responsable du Contrôle Bancaire au sein de la Banque d'Angleterre et président du comité de Bâle. Le principe du ratio Cooke<sup>855</sup> implique que les banques doivent disposer d'un niveau de fonds propres (ratio de fonds propres) destiné à couvrir le risque lié aux concours qu'elles ont consentis. En outre, ce ratio suppose une augmentation du niveau de capitalisation des banques qui ne seraient pas au niveau des exigences afin de pouvoir immobiliser les fonds propres

---

<sup>850</sup> Basel Committee on Banking Supervision and the Offshore Group of Banking Supervisors, “*The Supervision of Cross-Border Banking*”, October 1996. Les principes de contrôle prévus dans ces documents ont été discutés et approuvés par les représentants des autorités de contrôle bancaire et banques centrales de 140 pays (sur les 193 pays reconnus par l'ONU).

<sup>851</sup> Situation comparable à celle portant sur l'implémentation des International Financial Reporting Standards (IFRS), de l'IASB. Voir notamment sur ce sujet Marina TELLER, “*L'information communiquée par les sociétés cotées: analyse d'une mutation*”, Thèse de Doctorat, Université de Nice Sophia-Antipolis, Faculté de Droit, Des Sciences Politiques, Economiques et de Gestion », p.84 à 120, 23 novembre 2007; Jerbi AÏDA & Charles MOREL, “*Les interactions des référentiels Bâle III et IFRS*”, Revue Banque n°747, 27 mars 2012

<sup>852</sup> Voir Frederic Stanley MISHKIN, “*Monnaie, Banque et Marché financiers*”, p.346, Pearson Education France, 27 août 2010. L'économiste rappelle qu'en 1989 des directives de la Commission européenne ont défini un ratio de solvabilité européen, sur le modèle du ratio Cooke, et on rendu obligatoire son application à partir de la fin 1992 à tous les établissements de crédits des Etats membres et, dès 1996, aux entreprises d'investissement. Il s'agit en fait de la Directive Européenne n°89-299 du 17 avril 1989 NO 89299 concernant les fonds propres des établissements de crédits, et de la Directive n°89/647/CEE du Conseil, du 18 décembre 1989, relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit, Journal officiel n° L 386 du 30/12/1989 p. 0014 – 0022. Pour l'application aux entreprises d'investissement, il s'agit de la Directive Européenne n°93-6 du 15 mars 1993 N0 936 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit.

<sup>853</sup> Jean-Pierre MATTOUT, “*Garantie à première demande et ratio de solvabilité*”, *Revue de Droit Bancaire et Financier*, p.62, n° 2, Mars 2000.

<sup>854</sup> Basel Committee on Banking Supervision, “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*”, July 1988.

<sup>855</sup> Voir Bernard LHOMME, “*Ratio Cooke*”, p.940 et 941, Revue Banque, Septembre 1998

suffisants lors d'une opération – ou exposition - de crédit qui serait évaluée comme étant à risque<sup>856</sup>. Le Comité s'est accordé sur le fait que ces fonds propres devaient se définir en deux « tiers »<sup>857</sup>. Le premier, appelé « tier one », peut être analysé comme celui qui compose l'élément central, « Core Element<sup>858</sup> » ou « noyau dur<sup>859</sup> », des fonds propres des établissements de crédit. Il s'agit du capital social ainsi que des réserves publiées issues des bénéfices qui n'auraient pas été distribués après impôts. Ce noyau dur doit représenter un minimum de 50% des fonds propres. Mais encore, ces derniers doivent représenter un minimum de 4% (2% de Core Tier 1 et 2% pour les instruments éligibles au Tier 1<sup>860</sup>) et des engagements pondérés des banques, selon ce que l'autorité de tutelle de ces dernières jugera comme étant le niveau de risque rattaché à une opération<sup>861</sup>. Le Second tiers, appelé le tier two, comprend une notion plus élargie de ce qui compose les fonds propres d'un établissement de crédit, à l'exemple de réserves non publiées, mais autorisées par l'autorité de tutelle, des plus-values latentes et d'autres éléments d'actifs tels que certains titres de créances. Ce second tier ne peut excéder le premier, le ratio total représentant 8%. Le Comité s'accordait sur le principe d'une pondération de risque de crédit basée sur le modèle suivant: 1) pour les sous-jacents d'Etats appartenant à l'OCDE, le risque de défaillance était estimé à 0% ; 2) pour les opérations avec banques de l'OCDE et les collectivités locales, le risque était estimé à 20% ; 3) les opérations liant des autres intervenants s'appréciaient à travers un risque de défaillance estimé à 100%, à l'exclusion de certaines opérations qui mobilisaient des garanties et sûretés comme le crédit-bail, le crédit hypothécaire et autres dont le risque de défaillance était estimé à 50%<sup>862</sup>.

---

<sup>856</sup> Voir Jean Pierre MATTOUT, Op.cit. ; Adde Sylvie TACCOLA-LAPIERRE, « *Le dispositif prudentiel Bâle II, autoévaluation et contrôle interne: une application au cas français* », p.73, Economie and finances. Université du Sud Toulon, Var, 2008

<sup>857</sup> Basel Committee on Banking Supervision, « *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* » p.4, July 1988. « *The Committee has therefore concluded that capital, for supervisory purposes, should be defined in two tiers in a way which will have the effect of requiring at least 50% of a bank's capital base to consist of a core element composed of equity capital and published reserves from post-tax retained earnings (tier 1). The other elements of capital (supplementary capital) will be admitted into tier 2 up to an amount equal to that of the core capital.* »

<sup>858</sup> Selon l'expression consacrée par le Comité de Bâle

<sup>859</sup> Bulletin de la Commission Bancaire, « *Ratio Cooke: Gestion de bilan et stratégies bancaires, une approche dynamique* » p.21 n° 4, avril 1991

<sup>860</sup> Cette distinction apparaîtra plus précisément avec Bâle II, mais était présente avec Bâle I, voir notamment BCBS, « *Instruments eligible for inclusion in Tier 1 Capital* », October 27th, 1998, & Basel Committee on Banking Supervision, « *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards : A Revised Framework* », VI Deduction of Investments pursuant to this part, p.10, June 2004.

<sup>861</sup> Basel Committee on Banking Supervision, « *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* » p.4, July 1988. Op.Cit. Adde. Bernard KEIZER, « *La gestion des risques dans les banques* », Revue d'économie financière, p.352, Vol.27, n° 4, L'industrie Bancaire, 1993.

<sup>862</sup> Basel Committee on Banking Supervision, « *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* » p.10, July 1988; Bulletin de la Commission Bancaire, « *Ratio Cooke: Gestion de bilan et stratégies bancaires, une approche dynamique* » p.21 n° 4, avril 1991

**284.** Il pouvait donc déjà être relevé certaines limites dans la gestion du risque de défaillance qui s’appréhendait à travers une grille de risque forfaitaire, voire monolithique, du risque de défaillance d’une contrepartie. Cette gestion du risque impliquait un coût supplémentaire évident dans l’activité de crédit des banques et donc un coût qui allait être directement imputé aux clients dont la protection était censée être au centre des réflexions initiales du Comité. Comme le rappelait Frédéric MISHKIN « *Au fil du temps, les limites de cette réglementation sont apparues, car la mesure du risque imaginée par le régulateur peut différer substantiellement du risque réel auquel la banque doit faire face. Le résultat de cette limitation est connu sous le nom d’arbitrage réglementaire. Les banques gardent en effet dans leur bilan des actifs qui pour une exigence de fonds propres donnée, sont relativement plus risqués dans leur catégorie (par exemple, un prêt à une entreprise dont la notation est très mauvaise), et elles éliminent les actifs de cette même catégorie dont le risque est faible (comme un prêt à une entreprise dont la note est très bonne).* <sup>863</sup>» Bien que l’appréciation du risque par l’économiste américain soit sur la forme assez critiquable, dans la mesure où il évalue la qualité d’une contrepartie par sa notation, il n’en ressort pas moins que sur le fond le ratio Cooke était particulièrement sensible au volume et à la durée des engagements entre contreparties tout en étant indifférent quant à la qualité de ces dernières, sauf en cas de défaut avéré<sup>864</sup>.

**285.** Prenant conscience de cette réalité, le Comité de Bâle a souhaité intégrer dans son ratio de solvabilité la notion de risque de marché afin d’appréhender dans une certaine mesure la qualité des dites contreparties et des engagements pris auprès de ces dernières au sein des portefeuilles de négociation. Cette intégration prendra la forme d’un amendement qui sera adopté par le Comité en janvier 1996. Ce texte était destiné à étendre le contrôle du risque de crédit aux risques de marché lesquels étaient de plus en plus nombreux au regard de l’évolution de la gestion de trésorerie des banques avec, notamment, l’apparition des dérivés. En outre, le Comité, à travers cet amendement, recommandait aux établissements concernés d’utiliser un modèle standard d’évaluation tout en permettant, sous certaines conditions, l’utilisation de modèles internes afin de calculer, au regard de leur portefeuille de négociation, les exigences en fonds propres réglementaires qui s’appliquait. Toutefois, l’usage de modèles internes ne pouvait se faire qu’à certaines conditions et ce nouveau dispositif était présenté comme étant

---

<sup>863</sup> Voir Frédéric Stanley MISHKIN, “*Monnaie, Banque et Marché financiers*”, p.346, Pearson Education France, 27 août 2010.

<sup>864</sup> Basel Committee on Banking Supervision, “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*” p.12 & 13, July 1988; Voir aussi Pierre-Yves THORAVAL & Alain DUCHATEAU, “*Stabilité financière et nouvel accord de Bâle*”, p.57, Banque de France, Revue de stabilité financière, n° 3, Novembre 2003

un dispositif de surveillance prudentielle « *apparemment solide*<sup>865</sup> ». Aussi, il est important de considérer que l'Amendement de 1996 avait instauré en plus des deux premières catégories de fonds propres, analysés précédemment, une troisième catégorie appelée *Tier 3*. Cette nouvelle catégorie correspondait aux fonds propres sur-complémentaires et consistait à regrouper les classes d'actifs pouvant être qualifiées de dette subordonnée<sup>866</sup> à court terme. Cependant, afin de pouvoir apprécier la pondération rattachée au *Tier 2* et au *Tier 3*, le Comité avait intégré, par ce nouveau texte, une échelle de mesure de risque des titres de créances qui se reposait essentiellement sur les agences de notation. En effet, en dehors des créances émises par des gouvernements (ou équivalents<sup>867</sup>) dont le risque de défaillance était estimé à 0%, les établissements financiers pouvaient détenir ce que le Comité considérait comme étant des créances dites « *qualifiée* », à savoir « *les titres de dette émis par les agents du secteur public et les banques multilatérales de développement ainsi que ceux qui sont : - notés de bonne qualité par au moins deux agences de notation désignées par l'autorité de tutelle nationale ; ou - notés de bonne qualité par une agence de notation et de catégorie au moins égale par toute autre agence de notation désignée par l'autorité nationale (sous réserve d'un suivi prudentiel) ; ou - sous réserve de l'approbation de l'autorité, non notés, mais jugés de qualité comparable par la banque déclarante, et à condition que l'émetteur en ait obtenu la cotation sur un marché organisé reconnu.*<sup>868</sup> ». Le Comité précisera même qu'il doit être considéré comme étant des titres « *notés de bonne qualité* », des titres notés « *au moins Baa par Moody's et au moins BBB par Standard and Poor's* ». Il s'agit là de la première introduction des agences de notation dans la réglementation dite de Bâle. Le plus surprenant, c'est que cette réglementation ne figure, à minima, même pas au titre des recommandations ayant trait au modèle interne pouvant être, sous certaines conditions, utilisé par les banques et autres institutions financières, mais bien dans le modèle standard recommandé par le Comité. De ce fait, l'usage des agences de notation au sein de la réglementation systémique représentait, déjà au niveau du ratio Cooke, la norme (modèle standard) et non pas l'exception (modèle interne). Fort de ce constat, Michel

---

<sup>865</sup> Olivier PRATO, « *Mieux appréhender les risques du portefeuille de négociation* », p.53, Revue de la stabilité financière, Banque de France, n° 8, Mai 2006.

<sup>866</sup> Titre obligataire dont le remboursement dépend du remboursement préalable des autres créanciers. Le taux d'intérêt pour ce type de titre est généralement plus élevé car il implique pour l'investisseur d'accepter un rôle de créancier qui n'est pas celui de créancier de premier rang.

<sup>867</sup> A savoir, dont les sous-jacents sont des États appartenant à l'OCDE. Pour ces derniers le risque de défaillance était estimé à 0%.

<sup>868</sup> Basel Committee on Banking Supervision, Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks, p.10, January 1996

AGLIETTA soulignait que « *les agences ont été placées au cœur de la régulation du capital bancaire par la grâce du Comité de Bâle*<sup>869</sup> ».

**286.** C'est ainsi qu'au niveau des premiers accords de Bâle, la « *norme complexe*<sup>870</sup> », comme la nomme Thierry BONNEAU, a engendré tout un arsenal technique reposant, en grande partie, sur les agences de notation et développé par les banques afin d'améliorer leur ratio de fonds propres tout en limitant la dissolution du capital et l'immobilisation de ce dernier. Il s'agit du fameux arbitrage réglementaire, mentionné précédemment par MISHKIN, au sein duquel les agences de notation sont venues graisser la mécanique de titrisation<sup>871</sup>. En effet, la technique d'arbitrage réglementaire consiste en la titrisation du risque de crédit afin de reporter des positions, qui en principe nécessiteraient une mobilisation de fonds propres susceptibles d'être inscrites au bilan, comme des engagements hors bilan ou, comme c'est le plus souvent le cas, au titre du portefeuille de négociation de l'établissement de crédit. Outre un certain échec que peut connaître le financement bancaire structuré<sup>872</sup>, notamment dans les temps critiques tels que la crise des *subprimes* ou la crise des dettes souveraines, il en va du propre aveu du Comité de Bâle que les accords ultérieurs, à savoir Bâle II et III, « *ont été conçus pour rendre la mesure du risque plus sensible aux risques sous-jacents dans les bilans des banques et pour limiter les possibilités d'arbitrage, mais cet objectif a été atteint au prix d'une complexité accrue. C'est particulièrement le cas lorsque les modèles internes sont utilisés à des fins réglementaires. Le dispositif actuel d'adéquation des fonds propres impose une analyse beaucoup plus fine du profil de risque des banques, mais c'est précisément cette profondeur analytique qui rend la comparaison des résultats plus difficiles.* »<sup>873</sup> Toutefois, bien loin de réduire l'influence des agences de notation, ces accords ultérieurs vont renforcer leur importance au sein même de la gestion du risque de solvabilité.

**287.** Les accords de Bâle II vont être adoptés le 26 juin 2004 par le Comité qui instaurera un nouveau dispositif prudentiel à travers ce qui sera nommé le ratio McDonough, en l'honneur de son président du moment, à savoir, William McDONOUGH. Ce nouveau dispositif

---

<sup>869</sup> Michel AGLIETTA & Sandra RIGOT, « *Crise et rénovation de la finance* », p.145, éd. Odile Jacob économie, Mars 2009.

<sup>870</sup> Thierry BONNEAU, « *La norme prudentielle* », p.36, Revue de Droit bancaire et financier, n° 3, Mai 2015

<sup>871</sup> Voir p.118, paragraphe §1) L'essor de la Titrisation : moteur du développement de la notation

<sup>872</sup> Voir notamment, Mary L. SCHAPIRO, « *Lehman Brothers Examiner's Report: Congressional Testimony* », p.3, Diane Publishing, 2010. Cet ouvrage met en exergue les causes de la faillite de la Banque Lehman Brothers au rang desquelles figure le manque de fonds propres au regard de ses expositions trop importante en terme de créances titrisées. En d'autres termes à force d'utiliser la méthode de titrisation comme modèle de financement, la Banque d'investissement s'est retrouvée avec un stock massif de dette à écouler sur le marché alors que ce dernier était déjà saturé de ce type d'instrument financier.

<sup>873</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, « *Le cadre réglementaire : assurer l'équilibre entre sensibilité et comparabilité, document de discussion* », p.9, Banque des règlements internationaux, juillet 2013

prudentiel ne modifie pas le ratio de 8% de fonds propres, en tant que numérateur de risque, lequel n'était jusqu'alors confronté à une pondération des risques fondée sur un modèle monolithique préétabli selon les trois principaux coefficients de risques rattachés au ratio Cooke et mentionnés plus haut. Cependant, le Comité souhaitait faire évoluer la norme prudentielle au regard de la complexification des instruments financiers et en fonction des nouveaux outils de gestion du risque du secteur bancaire. C'est ainsi que le Comité, à travers l'adoption du ratio McDonough, a développé trois approches de modélisation du risque de crédit afin de tenir compte de « *la capacité des établissements de crédit à investir dans des instruments de gestion sophistiqués et validés par les superviseurs lorsqu'ils sont utilisés pour calculer les fonds propres réglementaires. Les plus grandes banques internationales utiliseront les méthodes avancées de calcul des risques de crédit et des risques optionnels, tandis que les banques plus petites, ou moins complexes, pourront se contenter de méthodes plus simples.*<sup>874</sup> » Ces trois options consistent en une approche dite standard<sup>875</sup>, qui se rapproche plus de la modélisation issue du ratio Cooke pour l'intégration du risque de marché<sup>876</sup>, et deux autres<sup>877</sup> qui s'appuient en grande partie sur la notation et le contrôle interne afin de déterminer le ratio de fonds propres lié au risque de crédit encouru. Toutefois, force est de constater que, là encore, la première option s'appuie clairement sur la notation externe issue des agences en ce que « *pour la détermination des pondérations en approche standard, les banques peuvent utiliser les évaluations effectuées par des organismes externes d'évaluation du crédit (OEEC) reconnus par les autorités de contrôle nationales* ». La pondération du risque souverain est ainsi constitué : 0% pour une entité<sup>878</sup> disposant d'une notation entre AAA à AA-, 20% pour une entité dont la note est située entre A+ à A-, 50% pour une entité située entre BBB+ à BBB- et 100% quand elle se trouve entre BB+ et BB-. De la même façon, l'approche fondée sur l'évaluation interne aussi appelée notation interne (NI), c'est à dire l'approche qui est sensé se baser sur une assertion interne des risques de crédit et opérationnel, prévoit un usage important de la notation externe. En effet, Bâle II précise que « *l'utilisation des évaluations de crédit des organismes externes dans les approches standard et NI du dispositif applicable à la titrisation* » doit « *pour être admise aux fins du calcul de la pondération des risques [...] couvrir et refléter*

<sup>874</sup> Danièle NOUY, « *L'économie du nouveau dispositif et les conséquences de la nouvelles réglementation* », p. 97-110, Revue d'économie financière, volume 73, numéro 4, 2003

<sup>875</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, « *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres* », p.13, Banque des règlements internationaux, juin 2004

<sup>876</sup> Issu de l'Amendement de 1996

<sup>877</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Op.Cit, p.48. Il s'agit de l'approche dite « *fondation* » et de l'approche dite « *avancée* »

<sup>878</sup> Etats et leurs banques centrales

*le montant total de l'exposition au risque de crédit encourue par la banque au titre de tous les paiements qui lui sont dus. Par exemple, lorsqu'une banque détient une créance sous forme de principal et d'intérêts, l'évaluation doit pleinement prendre en compte et refléter le risque de crédit associé au respect du tableau d'amortissement du principal et des intérêts. Mais encore, le Comité précise aussi que « le critère d'évaluation doit être réalisé par un organisme externe d'évaluation du crédit (OEEC) reconnu par l'autorité de contrôle nationale de la banque <sup>879</sup>»*

**288.** De la même façon, les actifs pondérés d'une exposition de titrisation seront calculés selon un coefficient de pondération, là encore, modélisé en fonction de la notation externe attribuée par une agence de notation bénéficiant de ce statut d'OEEC. A la page 20 des accords de Bâle II, lequel en compte plus de 200<sup>880</sup>, il est rappelé que la reconnaissance du statut d'« *organisme externe d'évaluation de crédit* » doit être de la compétence des autorités nationales. Cependant, l'accord fixe tout de même des critères d'éligibilité qui doivent être satisfaits par les OEEC. Ces critères d'éligibilité sont au nombre de 6, à savoir, l'objectivité, l'indépendance, l'accessibilité internationale, la communication, les ressources et la crédibilité. Au regard des rapports émis par des différentes commissions parlementaires au lendemain de la crise des *subprimes*, ces critères d'éligibilité apparaissent tant dans leur totalité que pris individuellement comme particulièrement déplacés. Le simple fait que ces agences puissent être rémunérées pour leurs services semble écarter les deux premiers critères d'objectivité et d'indépendance, ce qui n'a pas empêché Moody's, Standard & Poor's d'être cités en exemple par le Comité<sup>881</sup>.

**289.** Depuis que l'implication des agences de notation dans la crise des *subprimes* a été mise en exergue, notamment, par les diverses commissions d'enquête gouvernementales, à l'exemple de la Sous-commission d'enquête américaine sur le rôle des agences de notation dans la crise financière et de la MCI Agences de notation du Sénat français, pour ne citer qu'elles, diverses critiques ont émergé des institutions qui au départ étaient plutôt favorables aux agences de notation. Ainsi, le Département du Trésor Américain avait dès 2009, dans le cadre d'une publication appelant à une véritable refonte de la régulation financière internationale, « *recommandé à ce que le Comité de Bâle continue de modifier et d'améliorer Bâle II en affinant les pondérations de risques applicables au portefeuille de négociation et aux produits issus de la titrisation en introduisant un ratio de levier supplémentaire ainsi qu'en améliorant*

---

<sup>879</sup> Ibidem, p.104

<sup>880</sup> Comparé au 30 de Bâle I

<sup>881</sup> Voir, notamment, la note de bas de page numéro 11 du Basel Committee on Banking Supervision, Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks, p.10, January 1996

la définition du capital d'ici la fin 2009. Nous exhortons également à ce que le Comité réalise un examen approfondi de l'encadrement fourni par Bâle II afin d'en atténuer les effets procycliques<sup>882</sup> ». En effet, les dégradations brutales et successives de certains sous-jacents, dont les titres seraient détenus dans le portefeuille de négociations de certaines banques, engendrent mécaniquement des opérations de vente afin de faire sortir les titres correspondants des portefeuilles pour compte propre des banques. Lors de la crise des *subprimes*, ces dernières devaient parfois dans la même journée, souvent dans la même heure, évacuer plusieurs positions afin de ne pas se trouver en risque au regard de la réglementation prudentielle. Ces réactions compulsives de marché peuvent très vite créer une vraie panique sur un marché très sensible à ce qui est vendu par les bancaires, pouvait aller jusqu'à scléroser un titre au sein du portefeuille du dernier investisseur qui l'aurait détenu. Pour une banque cela peut très vite représenter un passif qui dépasse l'actif détenu en ses livres et, surtout, rendre insuffisant les fonds propres destinés à faire face au risque de crédit. C'est en outre ce qui s'est passé, à partir d'août 2007, pour la banque Lehman Brothers qui n'a pas pu solder ses positions sur les crédits immobiliers *subprimes*, dont la plupart avait initialement des « *notes de bonne qualité* », pour reprendre la terminologie utilisée par le Comité de Bâle, et qui se sont vite avérés être des plus moribonds.

**290.** Au regard de ces éléments, la méthodologie de pondération du risque aurait vraisemblablement du faire l'objet d'une réforme profonde lors des travaux suivants du Comité de Bâle. Cependant, loin de se faire l'écho de cette réalité financière critique les Accords dits de Bale III, publiés le 16 décembre 2010, ont mis en place un modèle de pondération encore plus critiquable que le précédent ainsi que deux nouveaux ratios aux effets potentiellement pernicieux. Concernant tout d'abord le nouveau modèle de pondération, s'il peut objectivement être considéré que ces nouveaux accords ont permis d'augmenter le ratio lié au noyau dur des fonds propres, il ne faut pas oublier que ce ratio est à pondérer au regard d'un risque qui peut être habilement diminué par le biais de la titrisation.<sup>883</sup> En effet, si Bale III a relevé le ratio de ce qui compose le noyau dur du premier *Tier*, à savoir de 2% à 7%<sup>884</sup> et jusqu'à 9% et 10%

---

<sup>882</sup>U.S. treasury Department, "Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation", p.80, Department of the Treasury, June 17th, 2009

<sup>883</sup> Voir §1) L'essor de la Titrisation : moteur du développement de la notation, p.118 et 124

<sup>884</sup> Wayne BYRES, "Basel III: Necessary but not sufficient", p.2, Basel Committee on Banking Supervision, 6<sup>th</sup> Biennial Conference on Risk Management and Supervision, Basel November 6<sup>th</sup>, 2012; Adde. Capital Requirements CRD IV/CRR – FAQ, p.13-14, Memo n°13-690, European Commission, July 16<sup>th</sup>, 2013. Techniquement il s'agit d'une hausse de 2 % à 4.5% du CET1 (common equity tier 1 – compose des actions ordinaires et des réserves) auquel il convient de rajouter un matelas de précaution (capital conservation buffer) de 2.5 % composé uniquement d'actions ordinaires, relevant ainsi le noyau dur des fonds propres à 7% ; PwC, "The New Basel III Framework : Navigating Changes in Bank Capital Management", p.4&p.25, PwC's Financial Services Institute, October 2010.

pour certaines banques d'importance systémique<sup>885</sup>, les banques peuvent néanmoins titriser ce risque, à l'exemple du risque que représente les financements hypothécaires et professionnels, afin d'évacuer ce dernier sur le marché et de le faire sortir de son bilan, à l'aide notamment d'un véhicule de titrisation, réduisant ainsi le niveau de fonds propres. Si l'idée première du Comité était, via ces nouveaux accords, de renforcer le niveau et la qualité des fonds propres au regard de la crise financière, le biais utilisé incite vraisemblablement à l'usage de techniques financières qui sont à l'origine de cette même crise. De ce fait, les agences de notation se trouvent, par l'adoption de ces nouveaux accords, sollicitées sous deux aspects. Le premier aspect se trouve être l'approche standard qui fait toujours référence à la notation dans sa méthodologie permettant d'estimer le risque à couvrir par les fonds propres. En effet, bien qu'il semble que le Comité ait compris les effets pernicioeux du *delegated monitoring*, la seule mesure concrète, en dehors de la favorisation de l'analyse interne, prise au regard de l'influence des agences de notation a été d'inclure dans la réglementation systémique le Code de bonne conduite de l'OICV<sup>886</sup> destiné à ces mêmes agences tout en mentionnant qu'il serait tenté de limiter l'influence de ces dernières dans les prochains travaux du Comité. Un autre élément particulièrement surprenant réside dans le fait que le Comité mentionne clairement ne pas avoir de suggestion concernant l'objectivité et l'indépendance des agences de notation actuellement éligibles, dont font partie Moody's, Standard & Poor's et Fitch.<sup>887</sup>

**291.** Aussi, ayant pu constater que la crise financière avait une forte composante liée à ce qu'il convient de qualifier de crise de liquidité<sup>888</sup>, le Comité de Bâle considérait qu'« *au cours de la phase de liquidité qui a débuté en 2007, de nombreuses banques- en dépit des niveaux de fonds propres requis – éprouvèrent des difficultés car leurs liquidités n'étaient pas gérées avec prudence* ». C'est pourquoi, le Comité dans une optique d'assurer, en cas de retournement brutal des conditions de marché, un ratio minimum de liquidité disponible tant à court terme qu'à long terme a développé, respectivement, le *Liquidity Coverage Ratio (LCR)* et le *Net Stable Funding*

---

<sup>885</sup> Iain G. MacNEIL, "An Introduction to the Law on Financial Investment", Bloomsbury Publishing, 2<sup>nd</sup> edition, January 20<sup>th</sup>, 2012; Basel Committee on Banking Supervision reforms – "Basel III, Strengthens microprudential regulation and supervision, and adds a macroprudential overlay that includes capital buffers", Basel Overview Table, October 2014.

<sup>886</sup> Voir l'analyse réalisée sur ce code de bonne conduite, notamment, en page 70 et 185 des présents travaux; Adde. Basel Committee on Banking Supervision, "Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Incorporation of IOSCO's Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies", p.52, Bank for International Settlement, December 2010 (rev June 2011).

<sup>887</sup> Basel Committee on Banking Supervision, "Eligibility Criteria", Op.Cit, p.52

<sup>888</sup> Voir notamment sur la crise de liquidité les travaux du Lasse HEJE PEDERSEN, Professeur à la Copenhagen Business School et la NYU Stern School, à l'image de son intervention devant le FMI intitulée "Liquidity Risk and Structure of Financial Crises", NYU Stern School, October 2008.

*Ratio (NSFR)*<sup>889</sup>. Le *Liquidity Coverage Ratio* qui a fait l'objet, en plus des accords de Bâle III, d'un texte dédié est destiné à assurer la liquidité d'une banque pour faire face à une situation de crise sous un mois<sup>890</sup>. Pour respecter les critères de liquidité de ce ratio dit à « court terme », les banques doivent disposer d'un stock d'actifs liquides de haute qualité, dénommé « *High Quality Liquid Assets (HQLA)* », qui peuvent être très rapidement cessible pour augmenter les réserves de liquidité. Force est de constater que pour apprécier la qualité de ces actifs, supposés être très liquides, c'est encore la notation émise par les agences de notation qui fait la norme. En effet, dans l'Annexe 2 du Comité détaillant les modalités d'évaluation de la qualité des actifs pouvant être éligible au LCR, il peut être mentionné, notamment, « *les titres obligataires sur secteur privé noté entre A+ à BBB-<sup>891</sup>* » ou bien certains « *titres adossés à des crédits hypothécaires notés AA ou plus<sup>892</sup>* » et même des « *Residential Mortgage Backed Securities (RMBS)<sup>893</sup>* » qui ne doivent pas être notées sous AA-. Même quand le Comité tente de favoriser le développement de l'analyse interne des banques cela se fait au profit des agences de notation qui demeurent le benchmark ou le comparatif auquel les banques devront se référer pour déterminer la qualité et donc l'éligibilité des titres en portefeuille<sup>894</sup>.

**292.** Dans la même idée mais sur une période plus étendue que le précédent, le *Net Stable Funding Ratio* est un ratio destiné à assurer la liquidité d'une banque sur un horizon critique d'un an. Ce ratio exige que la maturité des actifs destinés à couvrir ce risque, de plus long terme, soit calibrée avec les échéances résiduelles des différents actifs détenus par les banques comprenant les actifs détenus hors bilan. Là encore, parmi les actifs éligibles il peut être cité « *les titres de créances du secteur privé et les obligations sécurisées dont la note est égale ou équivalente à un AA-<sup>895</sup>* » et des « *RMBS dont la notation ne peut être inférieure à AA<sup>896</sup>* ».

**293.** De plus, Frédéric LACROIX note très justement que « *les prêts figurant dans les bilans bancaires n'étant pas des actifs éligibles sous ces deux ratios, les banques sont incitées à*

---

<sup>889</sup> Basel Committee on Banking Supervision, Op.Cit. p.8

<sup>890</sup> Ibidem

<sup>891</sup> Basel Committee on Banking Supervision, « *Basel III: International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring* », December 2010: Annex 2, *Complete set of agreed changes to the formulation of the Liquidity Coverage Ratio Published in December 2010*.

<sup>892</sup> Ibidem,

<sup>893</sup> Ibidem, Annex 1 Summary description of the LCR, p.1; Voir sur les RMBS la note de bas de page No 19

<sup>894</sup> Basel Committee on Banking Supervision, « *Basel III: International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring tools* », p.14, January 2013

<sup>895</sup> Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III : The Net Stable Funding Ratio*, p.9, October 2014. A noter que les exigences liées au NSFR ne seront applicables qu'à partir de 2018.

<sup>896</sup> Ibidem

dégager des liquidités en les cédant pour les réinvestir dans des actifs éligibles<sup>897</sup>» utilisant là encore le biais de la titrisation pour laquelle les agences de notation seront à nouveau sollicitées.

**294.** Ces éléments démontrent ô combien le Comité de Bâle, à travers la réglementation prudentielle, a hautement contribué à élever les agences de notation en clef de voute du monde bancaire et financier contemporain. Ce qui est regrettable c'est que le Comité malgré quelques intentions louables, à l'instar du développement de l'analyse interne<sup>898</sup>, n'ait pris de mesures plus courageuses et plus décisives pour sectionner le cordon ombilical qui le relie encore aux agences de notation.

**295.** Cependant, le Comité de Bâle, certainement sous la pression des diverses critiques, avait effectué une introspection au sujet de ses diverses pièces de réglementation. Au titre de cette introspection, le Comité reconnaissait que « *les agences de notation jouent un rôle important sur les marchés financiers et que les notations externes apportent d'utiles informations qui peuvent aider l'analyse des expositions au risque de crédit, mais l'incorporation de ces notations dans les normes, les lois et les règlements peut souvent entraîner une dépendance mécanique des acteurs de marché aux notations avec, à la clé, des vérifications et une gestion des risques insuffisantes de la part des prêteurs et des investisseurs.* <sup>899</sup>» Si l'usage du conditionnel dans ces propos est quelque peu déstabilisant au regard des éléments à charge portés à la connaissance des différents membres du Comité, force est de constater que ce dernier n'a pas été confronté à une situation suffisamment éprouvante, à savoir *la crise des subprimes et des dettes souveraines*, pour concevoir un accord plus ambitieux qui exclurait, à plus court terme, les agences de notation. Le Comité va même exclure de ses dernières analyses, entre autres, le caractère partial et la notion de conflit d'intérêt entourant les agences de notation, en considérant uniquement le fait « *qu'une forte proportion des expositions sur les entreprises ne sont pas notées et qu'il faut donc d'autres solutions que les notations externes pour assurer la différenciation des risques*<sup>900</sup> » pour revenir sur sa méthodologie de calcul du capital réglementaire.

---

<sup>897</sup> Frédéric LACROIX, « *Titrisation : Le diable au service de l'économie réelle* », Revue Banque Revue Banque n°774. Les assureurs à la manœuvre pour financer l'économie, Juillet -Aout 2014 ; Adde. Voir aussi sur Bâle III : Bill ALLEN, Ka Kei CHAN, Alistair MILNE, « *Basel III : Is the cure worse than the disease ?* », p.159 - 166 International Review of Financial Analysis, Cass Business School, City University of London Volt 25, December 2012

<sup>898</sup> qui n'est un modèle viable que s'il est accompagné d'une responsabilité, y compris pénale, au risque de se retrouver dans le même carcan qui a conduit à la crise de 1929 suite à laquelle, justement, l'analyse et l'évaluation du risque de crédit avaient dues être externalisée par le législateur ; voir page 105 et seq. du Chapitre I.

<sup>899</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, « *Révision de l'approche standard pour le risque de crédit* », Document consultatif, Décembre 2015

<sup>900</sup> Ibidem.

**296.** Cette prise de position, ou plutôt cette absence de prise de position, du Comité démontre bien la persistance des pouvoirs publics à utiliser le biais des agences de notation au sein de la réglementation. Ces Accords de Bâle, et plus particulièrement, les Accords de Bâle III auraient dû prendre la mesure d'un affranchissement des agences de notation. Au contraire, la source de la réglementation prudentielle a décidé de se faire l'apôtre d'une continuité dans un domaine qui nécessite la réforme. En ce sens, ce qui peut être qualifié comme une turpitude du Comité se trouve être la parfaite expression du syndrome du pompier pyromane dont l'action, dans le cas présent, contribue à renforcer un oligopole bien établi.

---

## Section II:

### La consécration d'un oligopole, obstacle à la concurrence

---

**297.** En 2008, le Parlement européen et le Conseil de l'Europe avait, dans sa proposition de règlement sur les agences de notation, relevé les problèmes de concurrence du secteur de la notation en considérant que « *La crise actuelle a révélé les faiblesses qu'accusent les méthodes et les modèles utilisés par les agences de notation. Une explication peut être à chercher dans le fait que les agences de notation opèrent sur un marché oligopolistique, où les incitations à se livrer concurrence sur la qualité des notations proposées sont limitées. Or la qualité parfois médiocre des notations attribuées aux instruments financiers structurés porte une lourde part de responsabilité dans la crise actuelle.*<sup>901</sup> » Il est donc regrettable de constater que les divers travaux mentionnés dans les sections et parties précédentes, à l'instar de ceux de la SEC, de la Commission Européenne et du Comité de Bâle, n'aient pris les actions nécessaires afin de mettre un terme à cette situation critiquable, notamment, sous l'angle du droit de la concurrence.

**298.** Pis encore, ces travaux ont clairement participé à asseoir la situation d'oligopole formée par ces agences de notation. De ce fait, cette situation de marché peut par définition être propice à un bon nombre de comportement anticoncurrentiel (§1). Ces derniers pourraient être écartés si d'aventure la concurrence pouvait se frayer un chemin qui apparaît plus comme un véritable Himalaya d'exigences réglementaires qu'il est de plus en plus compliqué à gravir (§2).

---

<sup>901</sup> Commission des Communautés Européennes, « *Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit -2008/0217* », 12 novembre 2008

## **§1) L'institutionnalisation d'un oligopole**

**299.** En 2008, Jean TIROLE, alors entendu par une Commission parlementaire sur la crise des financières, considérait déjà que « *s'agissant des agences de notation, une réforme s'impose car ces agents sont eux-mêmes devenus des auxiliaires de régulation.*<sup>902</sup> » Comme il a déjà pu être constaté dans la première partie des présents travaux, le secteur de la notation se compose clairement d'un oligopole formé de Standard & Poor's, Moody's et Fitch<sup>903</sup>. Outre les considérations historiques, ayant fait l'objet de développement antérieur<sup>904</sup>, qui peuvent en partie expliquer cette situation, Jean TIROLE met en exergue la principale raison qui explique cette position oligopolistique des *Big Three*, à savoir l'institutionnalisation de ces structures privées par la sphère publique. Aussi, le prix Nobel d'économie avait rappelé dans une intervention précédente l'importance de réguler ce type d'oligopole « *au même titre que les monopoles* ».

**300.** En effet, c'est dans ce contexte qu'il convient de rappeler que Standard & Poor's, Moody's et Fitch bénéficient au niveau de la réglementation américaine du statut de *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* « NRSRO », sur le plan prudentiel international et européen de celui d'Organismes Externes d'Évaluation de Crédit (OEEC). Ces statuts spéciaux par lequel le régulateur confie aux agences un rôle particulier dans le cadre d'une réglementation déterminée a pour conséquence d'institutionnaliser certaines agences au détriment d'autres agences plus modestes qui souhaiteraient percer dans le marché de la notation.

**301.** C'est dans ce cadre d'une concurrence quasi-inexistante et d'une véritable suprématie des trois agences que la question des abus de marchés ou de position dominante au sein de ce secteur peut vraisemblablement se poser. Plusieurs éléments viennent d'ailleurs étayer cette théorie et mettre en exergue ce qui pourrait se rapprocher de la commission de pratiques prohibées à l'instar, par exemple, d'abus de position dominante. En effet, le 24 avril 2012 douze des plus grandes entreprises allemandes, à savoir, Volkswagen, Daimler, Siemens, Bayer, Eon,

---

<sup>902</sup> Assemblée Nationale, « *Rapport d'information relative à la crise financière internationale* », p.272, Rapport d'information N°1235, déposé et présenté par MM. Didier MIGAUD et Gilles CARREZ, Assemblée Nationale, Enregistré le 5 novembre 2008. Table ronde, ouverte à la presse, sur la crise financière internationale, avec interventions de MM. Michel AGLIETTA et Jean TIROLE, économistes, et de M. René RICOL, auteur d'un rapport au Président de la République sur la crise financière.

<sup>903</sup> « *La consécration d'un oligopole : La création du statut de NRSRO* », p.109

<sup>904</sup> Propos introductifs des présents travaux, « *L'émergence du cartel à trois têtes : histoire complexe de structures oligopolistiques* », p.13.

RWE, Continental, Lufthansa, Deutsche Post, Henkel, Linde et Bertelsmann, ont à travers une lettre publique exprimé leur indignation face à la hausse des prix, jugée « *inacceptable* », de l'agence américaine Standard & Poor's<sup>905</sup>. Cette protestation avait d'ailleurs eu le soutien de poids de l'industrie bancaire allemande qui, par le biais du German Banking Industry Committee (GBIC)<sup>906</sup>, avait adressé aux représentants de Standard & Poor's une lettre par laquelle il était souligné que « *les banques allemandes concernées [par cette hausse des prix] ont été incapables de détecter si cette hausse des prix était le résultat d'une amélioration des services ou de la qualité des prestations*<sup>907</sup> ». Autrement dit, l'industrie bancaire allemande ne pouvait trouver de justification dans cette hausse des prix de l'agence de notation Standard & Poor's. Outre le caractère non transparent de ladite hausse, c'est tout une pratique d'un secteur voué à un oligopole que le GBIC entendait critiquer; c'est d'ailleurs à cet effet que ledit courrier faisait mention des pratiques équivalentes de Moody's et Fitch. Ce qui pourrait être interprété comme une véritable fronde des clients de Standard and Poor's, dans le cadre du modèle émetteur payeur tant décrié, pourrait être appréhendé à travers la réglementation prohibant les abus de position dominante et plus particulièrement de l'article 102 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. En effet, cet article prévoit qu'« *est incompatible avec le marché intérieur et interdit, dans la mesure où le commerce entre États membres est susceptible d'en être affecté, le fait pour une ou plusieurs entreprises d'exploiter de façon abusive une position dominante sur le marché intérieur ou dans une partie substantielle de celui-ci. Ces pratiques abusives peuvent notamment consister à: a) imposer de façon directe ou indirecte des prix d'achat ou de vente ou d'autres conditions de transaction non équitables, b) limiter la production, les débouchés ou le développement technique au préjudice des consommateurs, c) appliquer à l'égard de partenaires commerciaux des conditions inégales à des prestations équivalentes, en leur infligeant de ce fait un désavantage dans la concurrence, d) subordonner la conclusion de contrats à l'acceptation, par les partenaires, de prestations supplémentaires qui, par leur nature ou selon les usages commerciaux, n'ont pas de lien avec l'objet de ces contrats*<sup>908</sup> ». Par ailleurs, le German Banking Industry Committee avait indiqué à Standard and Poor's avoir, parallèlement à ce courrier, informé l'ESMA de cette hausse des

---

<sup>905</sup> Hardy GRAUPNER "German Companies accuse S&P of profiteering", Deutsche Welle, Business, April 23<sup>rd</sup>, 2012

<sup>906</sup> Association regroupant les représentants du secteur bancaire allemand, cette association est souvent partie prenante lors des travaux du comité de Bâle. E.g. Comments by the German Banking Industry Committee on the Basel Committee's consultative document published in July 2012 "Monitoring indicators for the intraday liquidity management", Bank for International Settlements, September 13<sup>th</sup>, 2012.

<sup>907</sup> "Steep S&P ratings prices arouse German Banks 'ire", Reuters, Market News, August 16<sup>th</sup>, 2012

<sup>908</sup> Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, version consolidée, JOUE n C326 du 26 octobre 2012

prix, vécue comme abusive, afin que cette autorité puisse se saisir de cette situation. Ces éléments concrets auraient pu légitimement motiver une enquête du régulateur sur ce qui aurait pu être qualifié d'une imposition d'une hausse des prix potentiellement inéquitable par un acteur de marché en position dominante. Force est de constater que le gendarme européen des marchés a brillé par son absence de réaction.

**302.** Bien que les prix des biens, produits et services, sauf dans les cas où la loi en dispose autrement, soient librement déterminés par le jeu de la concurrence<sup>909</sup>, encore faut-il que la concurrence puisse se faire. En effet, comme il sera vu dans le paragraphe suivant la concurrence, apparue dès l'année 2011, aux trois agences de notation apparaît comme garrotée et n'est pas en mesure de changer la situation de marché. Pour preuve, les trois principales agences de notation ont même vu leur part de marché croître dans la période qui a suivi la crise des *subprimes* passant ainsi de 87.24% en 2012 à 93.82% en 2014 pour les activités de notation et de services auxiliaires<sup>910</sup>.

**303.** Aussi, pour en revenir aux potentiels comportements anticoncurrentiels des agences de notation, il est important de souligner que cette activité de notation engendre, pour ces trois agences, des marges opérationnelles vertigineuses. Ainsi, Moody's dans la présentation de ses chiffres du premier semestre 2016 estime sa marge opérationnelle à 41%<sup>911</sup>. En 2016, Standard and Poor's a fait état d'une marge opérationnelle de 47.7%<sup>912</sup> pour l'année 2015. Dans son rapport sur les agences de notation, la MCI agences de notation avait rappelé que dans les entreprises qui dominent les secteurs à fortes rentabilités à l'instar des groupes LVMH ou Hermès, se trouvent sur des marges opérationnelles situées entre 22% et 31%<sup>913</sup>.

**304.** Si l'existence d'une très forte marge opérationnelle n'est pas en soit synonyme d'abus de position dominante, ladite marge mise en parallèle des contestations précédemment évoquée, concernant certains clients desdites agences, devrait constituer un faisceau d'indices suffisant justifiant l'ouverture d'une enquête sur cette question par que les régulateurs de marchés à

---

<sup>909</sup> Selon les propres termes de l'article L410-2 du Code de commerce qui prévoit que « *Sauf dans les cas où la loi en dispose autrement, les prix des biens, produits et services relevant antérieurement au 1er janvier 1987 de l'ordonnance n° 45-1483 du 30 juin 1945 sont librement déterminés par le jeu de la concurrence.* »

<sup>910</sup> European Commission, "Study on the State of the Credit Rating Market Final Report" - "Table 1: Market shares for credit rating activity and ancillary services", p.25, European Union, January 2016

<sup>911</sup> Moody's, "Investor Presentation: Q1 2016", p.13, May 10<sup>th</sup>, 2016

<sup>912</sup> S&P Global 2016 Investor Fact Book, Standard p.50, October 13<sup>th</sup>, 2016; Il est intéressant de relever que Standard and Poor's dans la présentation de ce chiffre fait état, à la marge, de l'incidence des divers protocoles transactionnels engagés depuis 2013, à savoir, 54 millions de dollars pour 2015, 1,6 milliard de dollars pour 2014 et 77 millions de dollars pour 2013. Ces éléments seront abordés dans le détail dans la suite des présents travaux dédiés au volet de la responsabilisation des agences de notation.

<sup>913</sup> Chiffres pour 2011, conformément au Rapport d'information n° 598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI Agences de notation, déposé le 18 juin 2012

l'exemple de la SEC ou de l'ESMA. De plus, l'Arrêt du 14 février 1978 dans l'affaire 27/76, à savoir, *United Brands Company et United Brands Continentaal BV contre Commission des Communautés européennes. - Bananes Chiquita*, a rappelé sur les fondements de l'article 102 du TFUE<sup>914</sup> que l'« *imposition de prix excessifs par une entreprise jouissant d'une position dominante sur le marché intérieur – ou une partie substantielle de celui-ci – dans la mesure où le commerce entre États membres est susceptible d'en être affecté*<sup>915</sup> » est interdite. Qui plus est, Standard and Poor's et Moody's avaient déjà frôlés quelques sanctions tant de la Commission européenne que du *Department of Justice* des Etats-Unis au regard de certains agissements passés pouvant être qualifiés de comportements anticoncurrentiels.

**305.** En effet, le 6 janvier 2009 la Commission européenne avait ouvert une procédure d'enquête à l'encontre de Standard & Poor's au motif de suspicions d'abus de position sur son activité d'émission de codes ISIN<sup>916</sup>. L'ouverture de cette procédure résultait d'une plainte déposée par des associations représentant des gestionnaires de fonds d'investissements, des gestionnaires de patrimoines et des utilisateurs de données financières. Les plaignants considéraient avoir été victimes des pratiques commerciales de l'agence de notation qui visaient, notamment, à leur appliquer des redevances de licence pour l'utilisation des codes ISIN américains dans leurs propres bases de données. Il s'agit là encore d'un contexte au sein duquel une agence de notation, du moins l'une de ses divisions,<sup>917</sup> a été placée en monopole suite à une délégation reçue de la part de la puissante *American Bankers Association*<sup>918</sup> afin d'assurer, *inter alia*, le service financier d'attribution et de gestion des numéros internationaux d'identification des valeurs mobilières, communément appelé Code ISIN (*International Securities Identification Number*). Pour rappel, ce code est une norme dite ISO<sup>919</sup>, car développée par l'organisation internationale de normalisation, afin de définir un système unique d'identification

---

<sup>914</sup> Il s'agissait à cette époque de l'article 86 du Traité instituant la Communauté économique européenne, Traité de Rome du 25 mars 1957

<sup>915</sup> Arrêt de la Cour du 14 février 1978. - *United Brands Company et United Brands Continentaal BV contre Commission des Communautés européennes. - Bananes Chiquita*. - Affaire 27/76, Recueil 1978, p.207; les termes de cette jurisprudence communautaire ont aussi été rappelés dans la Décision de la Commission européenne du 15 novembre 2011 relative à une procédure de l'application de l'article 102 du TFUE et de l'article 54 de l'accord EEE (Affaire COMP/39.592 Standard and Poor's)

<sup>916</sup> « *Abus de position dominante: La Commission ouvre une procédure formelle à l'encontre de Standard & Poor's en ce qui concerne les numéros d'identification de valeurs mobilières* ». Base de données des communiqués de presse de la Commission Européenne, MEMO/12/6, le 12 janvier 2009.

<sup>917</sup> S&P Capital IQ

<sup>918</sup> Association regroupant la majorité des Etablissements de crédit et Banque américaines, l'ABA est souvent présentée comme un organisme de lobbying du secteur bancaire américain agissant parfois en contrepouvoir de certaine réforme législatives américaines. Cela est parfaitement illustré dans l'article de la journaliste américaine Suzy KHIMM, « *Nation's biggest banking lobby wants to reform Dodd-Frank, not to kill it* », The Washington Post, November 30th, 2011.

<sup>919</sup> Norme ISO 6166

transfrontalier pour les valeurs mobilières pouvant être traitées dans le monde entier ; le Professeur FARJAT y verrait d'ailleurs une nouvelle expression des pouvoirs privés économiques dans la création normative<sup>920</sup>. Dans chaque pays où la valeur mobilière sera émise, l'agence de numérotation nationale attribuera à ladite valeur un Code ISIN; c'est ainsi que Standard & Poor's est l'agence qui attribue ces codes pour les valeurs émises sur le territoire américain.

**306.** Dans le cadre de son évaluation préliminaire, exprimée dans sa communication des griefs adressés à Standard & Poor's le 16 novembre 2009<sup>921</sup>, la Commission est parvenue à la conclusion provisoire que Standard & Poor's avait enfreint l'article 102 du TFUE et l'article 54 de l'accord EEE en fixant des redevances excessivement élevées pour la fourniture de codes ISIN américains. En effet, l'agence étant la seule entité en charge de l'émission et de la distribution pour les titres américains, la Commission considérait que Standard & Poor's abusait de cette position de monopole en imposant le paiement de ces redevances pour l'usage de ces codes ISIN américains par les banques et autres prestataires de services financiers en Europe. Ces conclusions préliminaires étaient fondées, notamment, sur la comparaison des politiques de tarification pratiquées par les autres agences de numérotation<sup>922</sup> et sur le fait que la distribution des codes ISIN n'engendrerait aucun coût pour Standard and Poor's car ladite distribution serait assurée auprès des prestataires de services financiers et autres des banques par les fournisseurs de services d'information financière à l'exemple de Bloomberg et Reuters. Ce comportement qui aurait vraisemblablement pu conduire à une sanction de la part de la Commission a finalement débouché sur une procédure négociée par laquelle Standard and Poor's a proposé une liste d'engagements destinés à « *répondre aux préoccupations* »<sup>923</sup> de la

---

<sup>920</sup> Gérard FARJAT, "Pour un droit économique" p.147, PUF, Les Voies du Droit, Paris, 2004

<sup>921</sup> "Antitrust: Commission confirms sending of Statement of Objections to Standard & Poor's", MEMO/09/508, European Commission, Base de donnée des communiqué de presse, November 19<sup>th</sup>, 2009, « *La Commission européenne confirme avoir envoyé le 16 novembre 2009 une communication des griefs à Standard & Poor's (S & P), une filiale de McGraw-Hill Companies, Inc. des États-Unis. La communication souligne la position préliminaire de la Commission selon laquelle S & P abuse de sa position dominante en exigeant, en tant qu'unique Agence nationale de numérotation (NNA) désignée pour les titres américains, que les institutions financières et les fournisseurs de services d'information (ISP) paient des licences pour l'usage des numéros d'identification des valeurs mobilières (ISIN) dans leurs propres bases de données. La Commission considère à première vue que ce comportement équivaut à une tarification déloyale et constitue une violation de l'article 82 du traité CE* » (devenu depuis l'article 102 du TFUE).

<sup>922</sup> Regroupé au sein de l'Association of National Numbering Agencies, la Commission a effectué un comparatif, notamment, avec SIX Financial Information (Belgique), Euroclear France (France) et London Stock Exchange Plc (Royaume-Uni).

<sup>923</sup> Décision de la Commission du 15 novembre 2011 relative à une procédure de l'application de l'article 102 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (« TFUE ») et de l'article 54 de l'accord EEE, Affaire COMP-/39.592 Standard and Poor's, European Commission, C (2011) 8209 Final, 15, Novembre 2011. Le lecteur notera que ce qui était présenté comme étant des "griefs" et des "conclusions préliminaires d'abus de position dominante"

Commission. Bien que les engagements pris aient été présentés comme particulièrement contraignant par la doctrine<sup>924</sup>, lesdits engagements ont été pris par l'agence de notation « *sans aucune reconnaissance [...] de sa responsabilité et, en particulier, du fait qu'elle occupe une position dominante au sein de l'EEE ou une partie de celui-ci ou qu'elle a adopté un comportement abusif contraire à l'article 82 CE/102 TFUE ou à tout autre aspect du droit européen de la concurrence.*<sup>925</sup> ». De ce fait, l'agence de notation n'a pas été sanctionnée sur les bases d'un abus de position dominante mais elle a pu négocier des engagements rendus obligatoires au bénéfice, certainement, d'un pragmatisme de la Commission<sup>926</sup>. Mais encore, Frédéric MARTY constate que si cette procédure s'avère « *apte à répondre rapidement et efficacement à un problème de concurrence, on peut regretter qu'elle ne permette pas de bénéficier des avantages d'une décision rendue sur la base d'une procédure contradictoire en termes de clarification de la doctrine et de création de connaissances sur la mise en œuvre des règles de concurrence pour les différentes parties prenantes*<sup>927</sup> ». De plus, ce pragmatisme a été réalisé au détriment de ce qui aurait pu être considéré comme un exemple de sanction d'abus de position dominante dans un secteur qui est trop porté sur la négociation. Une véritable sanction aurait permis à Commission, notamment, de se faire l'écho de l'adage de Montaigne qui rappelait qu'« *on ne corrige pas celui qu'on prend, on corrige les autres par lui*<sup>928</sup> ». Même si cet adage peut être perçu comme l'expression de l'injustice au regard du condamné pour l'exemple, dans ce cas précis les motifs ne manquaient pas à la formulation d'une sanction qui aurait une vertu dissuasive pour les acteurs de ce marché.

**307.** Dans une certaine mesure, ce cas peut être mis en parallèle avec la fronde des industriels et banquiers allemands, en ce que la hausse des tarifs pratiqués ne s'expliquait pas par l'augmentation des coûts de production de la notation ; tout comme le paiement des redevances, dans le dernier cas évoqué, ne traduisait pas la répercussion d'un coût de distribution.

---

dans la communication de la Commission du 16 novembre 2009 se transforme en de simples « *préoccupations* » dans sa décision du 15 novembre 2011.

<sup>924</sup> Jean-Christophe RODA, « *L'actualité des procédures négociées : Pratiques anticoncurrentielles et concentrations* », Contrats Concurrence Consommation No6, dossier 4, Juin 2012

<sup>925</sup> Décision de la Commission du 15 novembre 2011, Op.cit, p.21

<sup>926</sup> Frédéric MARTY, « *La Commission soumet à un test de marché les engagements proposés par Standard and Poor's pour mettre un terme à la procédure engagée à l'encontre de ses pratiques tarifaires en matière de diffusion et d'utilisation des numéros internationaux d'identification des valeurs mobilières (ISIN)* », pp. 108-110, Concurrences n° 3-2011.

<sup>927</sup> Frédéric MARTY, « *La Commission européenne rend obligatoires des engagements proposés par une entreprise pour mettre un terme à la procédure engagée à l'encontre de ses pratiques tarifaires en matière de diffusion et d'utilisation des numéros internationaux d'identification des valeurs mobilières (ISIN)* », (Comm. eur., déc. C(2011) 8209 final du 15 novembre 2011, Standard and Poor's, aff. COMP/39592), pp.107-108, Concurrences n° 1-2012.

<sup>928</sup> Michel de MONTAIGNE, « *Essais III-8*

**308.** Quelques années auparavant, le *Department of Justice* (DOJ) des Etats-Unis avait ouvert, le 6 mars 1996, une enquête à l'encontre de Moody's sur des soupçons de pratiques anticoncurrentielles, pouvant potentiellement être qualifié d'abus de position dominante, dans l'attribution des notes sur certains titres de créances.<sup>929</sup> Cette enquête du DOJ avait été diligentée à la suite d'une action en justice intentée par le Comté de Jefferson, dans l'Etat du Colorado, à l'encontre de Moody's Investors Service Inc. pour avoir utilisé la menace de la notation non sollicitée comme levier de pression pour la conclusion d'un contrat afin d'évaluation de la solvabilité dudit Comté. Le rapport d'enquête se basait principalement sur la notation négative, non sollicitée, qu'avait reçu une émission obligataire du Comté de Jefferson, en 1993, de la part de Moody's juste après que ledit Comté ait refusé de conclure un contrat avec cette même agence pour la notation de sa solvabilité<sup>930</sup>.

**309.** Si cette enquête n'a pas pu aboutir à la découverte d'élément démontrant l'existence de tels comportements dignes d'un abus de position dominante<sup>931</sup> de la part de Moody's, cela n'a pas empêché le DOJ de condamner l'agence de notation au paiement d'une amende pour entrave à la justice<sup>932</sup>. En effet, Moody's avait été condamné par le DOJ, en avril 2001, pour avoir détruit des documents qui avaient été requis dans le cadre de l'enquête ouverte sur le potentiel abus de position dominante de l'agence dans la notation du Comte de Jefferson. La commission de cette infraction, proscrite à la section 1505 du titre 18 de l'U.S. Code, pouvait engendrer le paiement d'une amende allant jusqu'à USD 500.000. Pour avoir plaidé coupable, Moody's a vraisemblablement bénéficié d'une réduction d'amende et a limité, *de facto*, son exposition dans le cadre d'une investigation qui aurait sur le plan de la réputation pu être plus préjudiciable. C'est ainsi que grâce au système du « *plaider coupable* » l'agence n'a dû payer qu'une amende de USD 195.000.

**310.** Suite aux scandales des *subprimes*, des enquêtes avaient été diligentées et certaines poursuites ont été ouvertes, notamment par l'Etat du Connecticut, à l'encontre de Moody's

---

<sup>929</sup> Kenneth N.GILPIN, “*Federal Antitrust Inquiry Has begun Against Moody's*”, The New York Times, March 28th, 1996

<sup>930</sup> Charles GASPARINO, “*Unsolicited Moody's Ratings Upset Some Bond Issuers*”, The Wall Street Journal, May 2<sup>nd</sup>, 1996

<sup>931</sup> Charles GASPARINO, “*Inquiry into Moody's Ratings Practices Ends as U.S. Agency Takes No Action*”, The Wall Street Journal, March 12<sup>th</sup>, 1999

<sup>932</sup> Moody's Investors Service Inc. Pleads Guilty to Obstruction of Justice in Antitrust Investigation, United States Department of Justice, TDD: (202) 514-1888, April 10<sup>th</sup>, 2001

Corporation<sup>933</sup>, Fitch Inc.<sup>934</sup> et Standard & Poor's<sup>935</sup> aux motifs de potentielles ententes et collusions ayant conduit à des abus de positions dominantes<sup>936</sup>. Ces trois poursuites se sont conclues par des accords transactionnels portant sur un montant de USD 900.000. Bien entendu, lesdits accords transactionnels comportaient tous une clause qui excluait toute reconnaissance de culpabilité, à savoir, qu' « *en concluant dans le présent Accord [l'agence de notation] n'admet aucune responsabilité au regard des lois ou règlements applicables et s'engage à conclure le présent Accord pour éviter toute incertitude et dépense liée à des litiges prolongés* »<sup>937</sup>.

**311.** Sous l'angle du droit européen ces faits eurent été proscrits dans le cadre de l'article 102 du TFUE déjà évoqué, sur le plan des abus de positions dominantes, et de l'article 101 du TFUE<sup>938</sup>, sur les ententes. Cependant, sur le plan européen, Nicolas PETIT rapporte que la « *Commission européenne ne constate aucun abus dans les actions de agences de notation, mais surveille les comportements quotidiennement.* »<sup>939</sup>.

**312.** Au regard des divers éléments évoqués, force est de constater que les soupçons sur des comportements anticoncurrentiels des agences de notation sont nombreux. Cependant, ces comportements demeurent rarement sanctionnés. Une explication peut résider dans le contexte probatoire compliqué dans lequel il serait difficile pour des commissions d'enquêtes et juridictions de trouver des preuves matérielles de ces comportements abusifs. Le fait est que la Commission européenne a pour orientation de promouvoir l'émergence d'une concurrence afin

---

<sup>933</sup> State of Connecticut V. Moody's Corporation, Judicial District of Hartford at Hartford, Superior Court, July 30th, 2008

<sup>934</sup> State of Connecticut V. Fitch, Inc, Judicial District of Hartford at Hartford, Superior Court, July 30th, 2008

<sup>935</sup> State of Connecticut V. The MCGRAW-HILL Companies, Inc., Judicial District of Hartford at Hartford, Superior Court, July 30th, 2008

<sup>936</sup> "Attorney General Sues Credit Rating Agencies for Illegally Giving Municipalities Lower Ratings, Costing Taxpayers Millions", Connecticut Attorney General's Office, Press Release, July 30<sup>th</sup>, 2008

<sup>937</sup> Settlement Agreement between the State of Connecticut and Moody's Corporation and Moody's Investors Service, Inc, October 14<sup>th</sup>, 2011, p.4. "Whereas, Moody's by entering into this Agreement does not admit liability under any applicable laws or regulations, and agrees to enter into this Agreement to avoid the uncertainty and expense of protracted litigation"

<sup>938</sup> Pour rappel, l'article 101 du TFUE : « 1. Sont incompatibles avec le marché intérieur et interdits tous accords entre entreprises, toutes décisions d'associations d'entreprises et toutes pratiques concertées, qui sont susceptibles d'affecter le commerce entre États membres et qui ont pour objet ou pour effet d'empêcher, de restreindre ou de fausser le jeu de la concurrence à l'intérieur du marché intérieur, et notamment ceux qui consistent à : a) fixer de façon directe ou indirecte les prix d'achat ou de vente ou d'autres conditions de transaction, b) limiter ou contrôler la production, les débouchés, le développement technique ou les investissements, c) répartir les marchés ou les sources d'approvisionnement, d) appliquer, à l'égard de partenaires commerciaux, des conditions inégales à des prestations équivalentes en leur infligeant de ce fait un désavantage dans la concurrence, e) subordonner la conclusion de contrats à l'acceptation, par les partenaires, de prestations supplémentaires qui, par leur nature ou selon les usages commerciaux, n'ont pas de lien avec l'objet de ces contrats. 2. Les accords ou décisions interdits en vertu du présent article sont nuls de plein droit. ».

<sup>939</sup> Nicolas PETIT, "Credit Rating Agencies, the Sovereign Debt Crisis and Competition Law", University of Liege, p.3, note de bas de page 6, August 15th, 2011

d'annihiler les éventuels problèmes de concurrence rattachés aux trois grandes agences de notation. Toutefois, le marché de la notation fort de l'institutionnalisation historique des trois agences ne semble pas réagir positivement à l'émergence d'une nouvelle concurrence qui se trouve comme garrotée par l'oligopole existant.

## **§2) L'impuissance d'une concurrence garrotée**

**313.** En octobre 2016, la Commission européenne a publié un rapport dressant un état des lieux du secteur de la notation et notamment de la concurrence qui a pu émerger dans ce dernier depuis la crise des *subprimes*. Selon les propres aveux de la Commission, l'avènement d'une concurrence dans ce secteur peut se lire comme un échec car « *bien que de nouvelles agences soient entrées sur le marché européen de la notation de crédit – composé à l'heure actuelle de 26 agences de notation de crédit enregistrées et de quatre agences de notation de crédit certifiées – la plupart des agences de notation de crédit de plus petite taille notent un nombre limité de catégories d'actif, exercent des activités transfrontalières restreintes et couvrent un périmètre géographique réduit.* »<sup>940</sup>. En effet, que cela soit en raison d'une notation d'un nombre limité d'actifs, ou d'une activité transfrontalière limitée cette nouvelle concurrence a manifestement du mal à convaincre les différents acteurs de marché – clients de la notation – que sont les grands groupes internationaux, à l'image des groupes bancaires ou industriels. Force est de constater que ces derniers ont besoin d'avoir des partenaires polyvalents tant sur le plan des activités qu'en matière de couverture géographique ce qui n'est souvent pas le cas avec les agences de notations entrées sur le marché ces dernières années.

**314.** Outre le manque de polyvalence relevé pour certains nouveaux entrants dans le secteur de la notation, les règles qui régissent l'accession à ce marché ont été renforcées, notamment, dans le but d'apporter « *une plus grande concurrence* » ainsi que « *d'améliorer considérablement la qualité de la notation* »<sup>941</sup> dans un secteur qui était jusqu'à 2007 livré à l'autorégulation. Toutefois, la réglementation renforcée à grande vitesse de ce secteur a rendu

---

<sup>940</sup> Commission Européenne, «*Rapport de la Commission au Parlement Européen et au Conseil sur les outils de remplacement des notations de crédit externes, l'état du marché de la notation de crédit, la concurrence et la gouvernance dans le secteur de la notation de crédit, l'état du marché de la notation des instruments financiers structurés et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit*», p.10, 19 Octobre 2016.

<sup>941</sup> «*Déclaration du Commissaire Michel Barnier suite au vote du Parlement Européen des nouvelles règles visant à réguler les agences de notation de crédit*», Memo 13/13, European Commission, 16 janvier 2013

complexe et fastidieux l'accès à un marché déjà oligopolistique. A ce sujet, la Cour des Comptes Européenne avait d'ailleurs considéré que « *Les règles actuelles du dispositif d'évaluation du crédit de l'Eurosystème ne garantissent pas que toutes les agences de notation enregistrées par l'AEMF soient mises sur un pied d'égalité, ce qui a pour effet de créer un double marché et de défavoriser les petites agences.*<sup>942</sup> ». Pour rappel, l'Autorité européenne des marchés financiers avait été instituée à la suite de la crise des *subprimes* avec, notamment, pour mission d'enregistrer et de contrôler les agences de notation. Dans son rapport, la Cour des comptes estime que la durée d'enregistrement est encore trop longue et compliquée et que les méthodes de notation ne sont souvent pas suffisamment rigoureuses pour être validées ; c'est un comble lorsqu'il est considéré que c'est pour ces mêmes raisons que les Big Three avaient fait l'objet de multiples critiques au lendemain de la crise financière<sup>943</sup>. Pourtant, Fitch, Standard & Poor's et Moody's ont été les premières agences à recevoir le précieux sésame. Ces difficultés relatives à la procédure d'enregistrement ne sont pas l'apanage unique du cadre réglementaire européen. Aux Etats-Unis, la procédure d'enregistrement des NRSROs a été implémentée en septembre 2007 sur les bases du *Rating Agency Reform Act* adopté en 2006<sup>944</sup>. Cependant, selon le propre constat du *Committee on Banking, Housing and Urban Affairs* du Sénat américain « *des fissures ont commencé à apparaître dans cette fondation* » dans la mesure où cette réglementation apparaît, paradoxalement, un frein à l'émergence de cette concurrence tant souhaitée par les différents législateurs.

**315.** Lors de son audition devant ledit *Committee* Daniel CURRY, alors Président chez l'agence Canadienne DBRS Inc, avait partagé son inquiétude « *du fait que de plus en plus d'obligations soient imposées aux NRSRO en vertu de la loi sur les agences de notation*<sup>945</sup>, le cadre réglementaire sera biaisé en faveur des grandes agences de notation. Bien que le coût marginal de chaque nouvelle réglementation puisse sembler modeste lorsqu'on le considère séparément ; pris dans leur ensemble, les coûts liés au respect du régime réglementaire actuel sont considérables. DBRS comprend qu'il est délicat d'équilibrer la nécessité d'une réglementation robuste contre la nécessité d'une réglementation abordable. Mais DBRS exhorte ce comité à être conscient du fait qu'à un moment donné, une plus grande réglementation nuit aux investisseurs et qu'il faut inciter les agences de notation dignes de

---

<sup>942</sup> Cour des Comptes Européenne, «*La Surveillance des agences de notation de crédit reste perfectible estime l'auditeur externe de l'UE, Communiqué de presse*», 1er février 2016

<sup>943</sup> Carl LEVIN, Sénateur (D-Mich.), Committee on Homeland Security and Governmental Affairs «*Wall Street and The Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*» – «*Increasing High Risk Loans and Unaffordable Housing*» – «*Unclear and Subjective Ratings Process*», April 13<sup>th</sup>, 2011, p.294

<sup>944</sup> *The Credit Rating Agency Reform Act* of 2006, Public Law 109-291, 120 Stat.1327 – 1339, 2006

<sup>945</sup> Ibidem

*confiance et crédibles sur le marché.* » Le *Committee* avait abondé dans le sens de ces déclarations en rappelant, sans pour autant condamner explicitement le cadre réglementaire actuel, qu'« *un système de réglementation balkanisé augmentera les coûts et entraînera la baisse des agences de notation du marché. Le résultat sera la poursuite de l'oligopole rattaché au secteur de la notation, et ce, avec tous les risques associés à ce secteur que la loi sur les agences de notation cherchait à éliminer.* <sup>946</sup>»

**316.** L'échec de cette tentative d'implémentation d'une nouvelle concurrence par les différents législateurs se constate lorsque les chiffres relatifs aux parts de marché du secteur de la notation sont analysés. En effet, dans la période qui suivit la crise des *subprimes*, les trois plus grandes agences de notation ont vu leur part de marché croître, passant ainsi de 87,24% en 2012 à 93,82% en 2014 pour les activités de notation et de services auxiliaires<sup>947</sup>. De plus, la crise des *subprimes*, celle des dettes souveraines mais aussi le renforcement de la réglementation n'ont en rien enraillé la politique anthropophagique menée par ces structures, et ce, avec une orientation prononcée sur les nouveaux marchés. Par exemple, Moody's Investors Service indique, dans son rapport annuel pour l'année 2015, avoir complété l'intégration de l'agence de notation indienne ICRA, après avoir pris une position majoritaire du capital de cette dernière au courant de l'année 2014. En mai 2015, c'est l'agence de notation latino-américaine Equilibrium qui est passée sous le contrôle de Moody's, par une opération d'acquisition qui a fait suite à un partenariat technique signé en 2007, et ce, afin d'étendre les opérations de l'agence américaine sur cette partie du globe. Sur cette même année grâce à un partenariat renforcé avec l'agence de notation chinoise China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd (CCXI), lequel ressemble à s'y méprendre au partenariat réalisé avec l'agence Equilibrium avant son acquisition, Moody's a augmenté la couverture des entités chinoises actives sur les marchés transfrontaliers de plus de 21%<sup>948</sup>. Le marché intérieur étant, quant à lui, assuré par l'agence de notation chinoise.

**317.** Pour Standard & Poor's, 2014 a été l'année de l'acquisition de l'agence de notation colombienne BRC Investor Services<sup>949</sup> laquelle assure une couverture de notation sur un bon

---

<sup>946</sup> “*Testimony of Daniel Curry, President DBRS Inc. to the Committee on Banking, Housing and Urban*” Affairs, United States Senate, Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets – Part II, March 26th, 2009,

<sup>947</sup> European Commission, “*Study on the State of the Credit Rating Market Final Report*” - “*Table 1: Market shares for credit rating activity and ancillary services*”, p.25, European Union, January 2016

<sup>948</sup> Moody's, *Annual Report 2015*, Moody's Investors Service, p.2, February 26<sup>th</sup>, 2016

<sup>949</sup> “*Standard & Poor's Compra la calificadora colombiana BRC*”, El Tiempo, October 1<sup>st</sup>, 2014

nombre de pays d'Amérique latine. Mais encore Standard & Poor's a renforcé sa participation dans l'agence de notation malaysienne Rating Agency of Malaysia (RAM)<sup>950</sup>.

**318.** Ces éléments démontrent bien l'impuissance d'une concurrence émergente qui se voit comme garrottée par une multiplicité de facteurs à l'exemple du nouveau contexte réglementaire auquel il faut additionner les difficultés, pour cette concurrence émergente, d'offrir des services compétitifs au regard de ceux déjà fournis par des structures qui bénéficient depuis plusieurs décennies d'une situation oligopolistique doublée d'une politique anthropophagique toujours aussi stratégique. Aussi, l'émergence de cette concurrence n'est pas rendue facile notamment par le fait que les trois principales agences de notation n'ont toujours pas été véritablement sanctionnées pour les comportements qu'elles ont pu avoir dans le cadre des différentes crises récemment vécues. L'apparition complexe de la responsabilité des agences de notation est notamment un facteur de réputation qui participe à un certain comportement impudent qui a pu être relevé, surtout du côté américain de l'atlantique, lors des diverses auditions des représentants de ces structures.

---

<sup>950</sup> McGRAW HILL FINANCIAL, 2014 Annual Report, p.6, February 13<sup>th</sup>, 2015

## Chapitre II :

# L'apparition d'une responsabilisation complexe

« *Notre notation exprime notre opinion* » Deven Sharma, S&P – « Nos notations de crédit ne sont juste que des opinions » Stephen Joynt, Fitch – « *Les notations de crédit sont des opinions et rien que des opinions* » Raymond McDaniel, Moody's – Congrès Américain, 30 septembre 2009

---

**319.** Sous le feu des projecteurs des parlementaires français, les agences de notation ont reconnu d'une certaine façon la nécessité d'une évolution de la régulation encadrant leurs structures afin de restaurer une confiance des marchés mise à mal par les travers successifs, déjà observés, de ces entités. Cette démarche s'illustre parfaitement par les propos tenus par la présidente de Standard & Poor's France, Carol SIROU, devant la Commission des Finances du Sénat, à savoir que « *Le principe d'une régulation renforcée des agences de notation, en vue de leur conférer plus de transparence, d'indépendance, de concurrence et de responsabilisation nous semble indispensable pour restaurer la confiance des marchés et des utilisateurs des notations*<sup>951</sup>.» Cependant, ce qui pourrait être perçu comme un acte de contrition, au regard, notamment, de leur rôle déterminant au sein de la chaîne de structuration et de distribution des produits *subprimes* ou bien de leur implication dans la crise des dettes souveraines, peut s'avérer le corollaire d'une attitude beaucoup plus nuancée. En effet, il peut être considéré que les agences de notation se trouvent vraisemblablement dans une dynamique de circonstance destinée à apaiser une attitude trop sévère que pourraient adopter les différents législateurs et régulateurs à leur rencontre. Cette dynamique défensive peut s'expliquer au regard des enjeux financiers colossaux liés aux différentes procédures judiciaires ouvertes, au moment de la tenue des propos susmentionnés, à l'encontre des agences de notations. En 2010, les agences de notations faisaient face à plus d'une trentaine de procédures rien qu'aux Etats-

---

<sup>951</sup> Commission des Finances du Sénat, Audition des représentants des agences de notations, Le 9 Juin 2010.

Unis<sup>952</sup>, dont la moitié était intentée par des Etats tels que l'Ohio<sup>953</sup>, le Connecticut<sup>954</sup>, le Colorado<sup>955</sup> et l'Illinois<sup>956</sup>. Selon un article de *l'American Bar Association*, « au fur et à mesure que la crise [avançait], les litiges connexes commençaient à s'étendre pour inclure un éventail plus large de types de litiges. Une telle expansion s'explique du fait que les trois principales agences de notation américaines - Fitch, Moody's et S & P - ont vu leurs revenus doubler, passant de 3 milliards de dollars en 2002 à 6 milliards de dollars en 2007, au fur et à mesure que la bulle immobilière augmentait<sup>957</sup> ». C'est ainsi que parmi les plaignants, au titre desquels se trouvent des Etats ou des liquidateurs d'institutions financières, sacrifiées sur l'autel de l'aléa moral,<sup>958</sup> les actions intentées par des fonds de pension à l'exemple du New Jersey Carpenters Vacation Fund<sup>959</sup> ou de l'Indiana Laborers Pension Fund<sup>960</sup> vont se multiplier. Ces actions sont loin d'être toujours payantes car elles font souvent face à **un obstacle constitutionnel particulièrement complexe à franchir (Section I)**, et ce, bien qu'un revirement puisse être considéré au regard de la **multiplication de procédures dites négociées destinées (Section II)**, notamment, à l'indemnisation de l'atteinte à l'ordre public économique.

---

<sup>952</sup> Voir Martha GRAYBOW, "Credit Rating Agencies Fending Off Lawsuits from Subprime Meltdown", *Insurance Journal*, July 14th, 2008.

<sup>953</sup> David SEGAL, "Ohio Sues Rating Firms for Losses in Funds", *The New York Times*, November 20<sup>th</sup>, 2009

<sup>954</sup> Chad BRAY, "Connecticut Sues Raters Moody's", *S&P*, *The Wall Street Journal*, March 11<sup>th</sup>, 2010

<sup>955</sup> Amy GILLENLINE SWEET, "Colorado joins multi-state lawsuit against S&P", *The Colorado Springs Business Journal*, February 6<sup>th</sup>, 2013

<sup>956</sup> Jonathan STEMPEL, "Illinois sues S&P over ratings, alleges fraud", *Reuters*, January 25<sup>th</sup>, 2012

<sup>957</sup> Larry P. ELLSWORTH and Keith V. PORAPAIBOO, *Credit Rating Agencies in the Spotlight: A New Casualty of the Mortgage Meltdown*, *American Bar Association Business Law Section, Business Law Today*, Volume 18, Number 4, March/April 2009

<sup>958</sup> A l'image de Lehman Brothers, Bear Stearns; voir à ce sujet Jeannette NEUMANN, "Bear Stearns Fund Liquidators Sue Credit-Rating Firms". *The Wall Street Journal*, July 10<sup>th</sup>, 2013.

<sup>959</sup> Notice of Removal, Exhibit A, *New Jersey Carpenters Vacation Fund v. HarborView Mortgage Loan Trust* 2006-4, No. 1:08-cv-05093-HB (S.D.N.Y. May 14, 2008).

<sup>960</sup> Complaint, *Indiana Laborers Pension Fund v. Fimalac S.A.*, No. 1:08-cv-05994-SAS (S.D.N.Y. July 1, 2008)

---

## Section I: La liberté d'expression, obstacle continuuel à la responsabilité des agences de notation

---

**320.** En 2009, le rapport de Larosière soulignait le rôle clef des agences de notation dans « *la crise financière la plus grave et la plus lourde de conséquence depuis 1929* »<sup>961</sup>. Bien que ce rapport relevait aussi la « *sous-estimation des risques de défaut liés aux instruments adossés à des hypothèques subprime de la part des agences de notation*<sup>962</sup> » en raison « *des défaillances de leurs méthodes de notation* »<sup>963</sup> et des « *conflits d'intérêts* »<sup>964</sup>, ledit rapport ne traitait pas de l'indispensable responsabilisation desdites agences. La réponse à cette absence s'explique sans doute par le fait que les agences n'avaient, pour ainsi dire, jamais fait l'objet d'un encadrement en Europe jusqu'en 2009 et l'adoption du Règlement (CE) N 1060/2009. Dans ce règlement, l'Europe reconnaissait clairement ses limites en ce que « *la plupart des agences de notation de crédit ont leur siège en dehors de la Communauté. La plupart des Etats membres ne réglementent pas les activités des agences de notation de crédit, ni les conditions d'émission des notations de crédit. En dépit de leur importance significative pour le fonctionnement des marchés financiers, les agences de notation de crédit ne sont soumises au droit communautaire que dans des domaines limités.* » Ce problème d'extraterritorialité permet de comprendre, en partie, que la grande majorité des actions en justice à l'encontre de ces structures ne puisse se faire, quand bien même la mission de l'agence en question eut portée sur une émission européenne, que sur le sol américain sous l'angle du droit américain.

---

<sup>961</sup> The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report, dit Rapport de LAROSIERE, p.7, February 25th, 2009.

<sup>962</sup> Ibidem.

<sup>963</sup> Ibidem.

<sup>964</sup> Ibidem.

**321.** Mais encore, cet élément explique, notamment, pourquoi la mise en place d'une responsabilisation des agences de notation s'est rapidement confrontée au véritable mur de Berlin que peut représenter la complexité constitutionnelle américaine (§1) ce qui a impliqué une réorganisation de l'Union européenne (§1).

## **§1) L'inévitable complexité constitutionnelle américaine**

**322.** Comme cela a été évoqué dans des considérations précédentes, les agences de notation ont vu à maintes reprises leur responsabilité mise en cause à la suite des différentes crises ayant pu mettre en exergue leurs défaillances trop nombreuses et parfois trop intentionnelles. Toutefois, il est intéressant de relever une certaine standardisation du système de défense de ces entités, lesquelles s'arment d'un argument d'un poids certain ayant, qui plus est, une valeur hautement symbolique dans la hiérarchie normative américaine. Il s'agit du premier amendement de la Constitution des Etats-Unis d'Amérique<sup>965</sup>.

**323.** En effet, celui qui est nommé le « *Freedom of speech* » (ou liberté d'expression) prévoit que « *Le Congrès ne fera aucune loi pour conférer un statut institutionnel à une religion, qui interdise le libre exercice d'une religion, ou qui restreint la liberté d'expression, la liberté de la presse, le droit du peuple de s'assembler paisiblement, ni celui de se plaindre du gouvernement pour la réparation des fautes dont il se sent victime* »<sup>966</sup>. C'est sur ce concept fondateur de l'idéal des Etats Unis d'Amérique que les agences se reposent de façon mécanique pour rappeler que leurs notes ne sont que des opinions libres et indépendantes destinées à l'information du public et qu'à ce titre, le premier amendement est garant de leur protection. Sur ce principe, aucune Cour de justice ne serait donc en mesure d'engager la responsabilité d'une agence concernant une opinion émise par cette dernière. Dans le cas contraire, la Cour de justice se verrait restreindre la liberté d'expression de ladite agence.

**324.** Eugene VOLOKH, professeur de droit constitutionnel, spécialisé sur la question du premier amendement à la Law School de l'UCLA<sup>967</sup> (University of California, Los Angeles), a confirmé, dans une étude réalisée pour le Comité sur les services financiers de la Chambre des

---

<sup>965</sup> Nathan KOPPEL, « *Credit Raters Plead the First. Will It Fly?* », Wall Street Journal, April 21<sup>st</sup>, 2009.

<sup>966</sup> Cornell University Law School: Law dictionary and encyclopaedia (online version) [http://topics.law.cornell.edu/wex/First\\_amendment](http://topics.law.cornell.edu/wex/First_amendment).

<sup>967</sup> <http://www.law.ucla.edu/faculty/all-faculty-profiles/professors/Pages/eugene-volokh.aspx>

Représentants des Etats-Unis<sup>968</sup>, l'inviolabilité et la force de cet argument de la liberté d'expression pour les agences de notation. Cette théorie de défense serait exempte de vice dans la mesure où ces opinions ne seraient pas rémunérées dans le but de fausser leur objectivité et leur indépendance. C'est en outre, ce qu'avait essayé de contourner le juge du District Court de New-York, Madame Shira SCHEINDLIN<sup>969</sup>, dans l'affaire Abu Dhabi Commercial Bank contre Morgan Stanley & Co. International Limited et l'agence de notation Moody's Investors Service Ltd<sup>970</sup>.

**325.** En l'espèce, les agences de notation mises en causes avaient noté triple A des produits structurés basés sur des sous-jacents *subprimes*, alors que ces entités avaient tous les éléments comptables et financiers en leur possession pour juger de l'instabilité et du manque de garantie entourant les produits ciblés. De plus, en raison du mode de rémunération des agences, un doute significatif pouvait être justifié quant à l'objectivité de la notation attribuée. Qui plus est, selon le Juge SCHEINDLIN « *une note attribuée à des produits financiers à hauts risques commercialisés de manière privée auprès d'un groupe d'investisseurs restreint ne pourrait être considéré comme relevant d'un intérêt public qui, lui, mériterait une protection du premier amendement de la Constitution* ». En effet, le véhicule de titrisation, du nom de Cheyne Structured Investment Vehicle, à travers lequel, dans le cas évoqué, étaient commercialisés des produits labélisés *subprimes* avait des droits d'entrée particulièrement prohibitifs pour les petits investisseurs, ce qui en limitait l'accessibilité. C'est sur ces fondements que, dans sa décision du 2 septembre 2009, le juge a rejeté l'argument historique de la liberté d'expression, systématiquement utilisé par les agences de notation en cas de mise en cause de leurs responsabilités, en y opposant le critère d'une information trop restreinte et sujette au conflit d'intérêts, et ce, au regard des rémunérations perçues par ces structures. Cependant, le fondement même de cette décision est critiquable car le juge a, dans les moyens invoqués, précisé que ces entités ne pouvaient bénéficier de la protection du premier amendement car elles avaient émis un avis diffusé de façon trop limité, ce pourquoi une utilité publique de l'information n'était pas reconnue. En d'autres termes, si l'information avait été divulguée au grand public, augmentant l'impact néfaste de cette notation, ces entités auraient été en situation de pouvoir se prévaloir de l'argument constitutionnel de la liberté d'expression et être, à ce titre,

---

<sup>968</sup> Eugene VOLOKH, "Testimony Regarding Freedom of Speech and Ratings Agencies", U.S. House of Representatives Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises, May 15<sup>th</sup>, 2009. Consultable sur le lien: [http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs\\_dem/volokh.pdf](http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs_dem/volokh.pdf).

<sup>969</sup> Pierre De GASQUET, "L'« immunité » des agences de notation remise en cause", Les Echos, le 7 septembre 2009.

<sup>970</sup> Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., 08-cv-07508, U.S (S.D.N.Y).

exonérées de toute responsabilité. En effet, dans ce cadre les agences de notation ne pourraient pas manquer de fiabilité dans les opinions délivrées à des investisseurs institutionnels, considérés comme des professionnels avertis ; alors que pour les petits investisseurs et le grand public une absence de fiabilité ne serait toujours pas condamnable. Force est de constater que cette décision est passée assez inaperçue cela s'expliquant, aux yeux du Professeur VOLOKH, par le fait que l'agence de notation et la banque ont interjeté appel de ce jugement. Aussi, selon le juriste américain, si les juges de première juridiction savent se montrer audacieux vis-à-vis de l'actualité, les juges d'appel sont plutôt conservateurs et l'argument du *Freedom of Speech* risque encore d'être salvateur pour les agences de notation. Cependant, l'issue de la procédure judiciaire dont le volet d'appel devait intervenir le 6 mai 2013 ne sera jamais connu. Le 26 avril 2013, le Wall Street Journal a annoncé, et ce, contre toute attente, que les parties étaient parvenues à une transaction mettant ainsi fin à une longue procédure<sup>971</sup>. Toutefois, cette transaction portant sur un montant total avoisinant les USD 225 millions, dont la somme principale devra être acquittée par Morgan Stanley, ne traduit officiellement en rien une responsabilité des agences de notation. Ce point a d'ailleurs été particulièrement souligné par Jason FEUCHTWANGER, représentant Mc-Graw-Hill (Standard & Poor's), qui a rappelé lors de cette issue transactionnelle, dont les termes demeurent confidentiels, que cet accord a été signé « *sans aucune reconnaissance de responsabilité* <sup>972</sup> » de la part des agences de notation. Michael ADLER, représentant Moody's, a par ailleurs affirmé que cette transaction permettait de mettre « *les coûts significatifs liés de cette procédure au bilan du passé* » ce qui était dans « *le meilleur intérêt de leurs actionnaires* <sup>973</sup> » et de ne pas engager de coûts et provisions supplémentaires dans une procédure qui aurait pu encore durer des années.

**326.** Cette issue transactionnelle démontre bien la difficulté de pouvoir sauter l'obstacle de l'argument du *Freedom of Speech* pour une véritable responsabilisation des agences de notation. En effet, si ces structures ont plié sur l'argument financier et sur celui de réputation au regard d'une longue procédure, elles n'ont cependant pas concédé la reconnaissance de leur responsabilité dans ce cas de distribution d'emprunts toxiques titrisés. Néanmoins, cette affaire donne le La de ce qui sera l'aboutissement des dossiers les plus lourds concernant les agences de notation. Cette quasi-constante sera notamment analysée en détail dans la prochaine section

---

<sup>971</sup> Jeannette NEUMANN, "Cost of Ratings Suit: \$225 Million", The Wall Street Journal, Updated April 29<sup>th</sup>, 2013: Lire aussi, Abu Dhabi Commercial Bank V.Morgan Stanley & Co. Inc: Plaintiffs Reach "Landmark Settlement in Case Against Rating Agencies and Morgan Stanley, Robbins Geller Rudman & Dowd LLP, Corporate Governance Bulletin, Third Quarter 2013

<sup>972</sup> Patricia HURTADO & Bob Van VORIS, "Morgan Stanley Settles Washington, Abu Dhabi Lawsuits", Bloomberg Technology, April 27<sup>th</sup>, 2013.

<sup>973</sup> Ibidem,

**327.** En France, la liberté d'expression est garantie par plusieurs textes à l'exemple, notamment, de l'article 11 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789 et de l'article 10 de la Convention européenne des droits de l'homme de 1950. Cependant, les agences de notation, n'ont pas eu véritablement l'occasion de s'en prévaloir sur le territoire français, car les procédures intentées à l'encontre de ces structures sont rares et relèvent le plus souvent des tribunaux américains et donc du droit américain en raison d'un aspect de territorialité. En effet, comme il a été rappelé en préambule du présent paragraphe, jusqu'à récemment les émetteurs européens pouvaient choisir de noter leurs produits financiers ou dettes auprès d'une agence de notation implantée aux Etats-Unis. Ce *modus operandi* était généralement préféré aux filiales installées en Europe. Cela explique, en partie, pourquoi le droit américain a été en grande majorité appliqué aux litiges qui ont vu le jour au lendemain des diverses crises desquelles il a été relevé des défaillances des agences de notation sur des notes attribuées C'est pourquoi, là encore le premier amendement de la Constitution américaine s'est avéré de nouveau l'échappatoire constitutionnel à une responsabilité judiciaire. Le Professeur PARLEANI relevait sur ce point que « *l'invocation des libertés d'opinion et de communication peut sembler outreucidante pour certains français. Mais elle signale le lien profond et indissoluble entre la démocratie économique et la démocratie politique* »<sup>974</sup>

**328.** Toutefois, le problème posé par ce caractère extraterritorial du droit applicable à une prestation réalisée auprès d'un émetteur européen fut l'objet d'une des principales évolutions prônées par le rapport Marini, de la Commission des finances du Sénat<sup>975</sup>. Dans cette optique, les entités privées européennes doivent désormais faire l'objet de notation de la part de structures implantées en Europe afin de se retrouver dans la compétence des droits européens et nationaux (voir *infra*). Ces éléments démontrent bien la difficulté du pouvoir législatif et judiciaire à contourner un principe constitutionnel, lequel se trouve être la clef de voûte de toute une société démocratique, mais qui pour ne pas être un carcan extraterritorial nécessite une réorganisation de la part, notamment, de l'Union européenne et, plus particulièrement, de la France.

---

<sup>974</sup> Gilbert PARLEANI, "La responsabilité civile des agences de notation", Droit Bancaire et Financier, Mélanges AEDBF – France VI, RB éditions, le 7 novembre 2013.

<sup>975</sup> [http://www.senat.fr/commission/fin/pjl\\_regulation\\_communique.html](http://www.senat.fr/commission/fin/pjl_regulation_communique.html), Partie B.

## **§2) L'indispensable réorganisation Européenne**

**329.** L'Europe se devait de réagir face aux obstacles que connaissaient les procédures engagées à l'encontre des agences de notation et au regard des défaillances avérées de ces structures, lesquelles ont été mises en exergue par les récentes crises financières. Cette réaction était devenue impérative au regard, notamment, de la véritable tourmente provoquée en Europe lors de la crise des dettes souveraines. Pour l'Europe, il n'était plus admissible de ne pas pouvoir engager la responsabilité de ces structures, manifestement défaillantes, sur les seuls motifs que des clauses contractuelles excluaient toute responsabilité quant aux notations émises ou qu'en raison d'une notation non sollicitée, le cadre contractuel ne puisse pas être le fondement d'une telle action. Au meilleur des cas, cette responsabilité pouvait être recherchée sur le sol américain et se voyait des lors opposée l'argument constitutionnel analysé dans le paragraphe précédent. Si la fixation des règles relatives aux sanctions applicables, en cas d'infractions aux dispositions des premiers règlements relatifs aux agences de notation<sup>976</sup> était, jusqu'en 2013, laissée à l'apanage des Etats membres<sup>977</sup>, la volonté d'une mise en place européenne d'une responsabilisation des agences de notation s'est véritablement manifestée par l'adoption du Règlement (UE) 462/2013 du 21 mai 2013, dit CRA III.

**330.** C'est en effet dans les propos préliminaires dudit Règlement CRA III que s'affirme la volonté de l'Union européenne de fixer un cadre destiné à ce que « *l'investisseur et l'émetteur devraient pouvoir invoquer la responsabilité de l'agence de notation de crédit pour le préjudice cause par une infraction audit règlement qui a influé sur le résultat de la notation. Alors que les investisseurs et les émetteurs qui ont un lien contractuel avec une agence de notation peuvent choisir de fonder une action en responsabilité contre une agence de notation de crédit sur le non-respect d'une disposition contractuelle la possibilité de demander une réparation pour manquement aux Règlement (CE) n 1060/2009<sup>978</sup> devrait être accessible à tous les*

---

<sup>976</sup> CRA I et CRA II

<sup>977</sup> Propos introductif du Règlement (CE) No 1060/2009 du Parlement Européen et du Conseil de 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, point (66) « *Il convient que les États membres fixent des règles relatives aux sanctions applicables en cas d'infraction aux dispositions du présent règlement et qu'ils veillent à ce que ces règles soient effectivement appliquées. Les sanctions devraient être effectives, proportionnées et dissuasives et couvrir au moins les cas de faute professionnelle grave et de défaut de vigilance raisonnable. Les États membres devraient avoir la possibilité de prévoir des sanctions administratives ou pénales. Le CERVM devrait établir des lignes directrices relatives à la convergence des pratiques en ce qui concerne ces sanctions.* »

<sup>978</sup> Point 32 du préambule au Règlement (UE) No 462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013.

*investisseurs et émetteurs, qu'il y ait ou non un lien contractuel entre les parties* ». La mise en place de cette responsabilité civile destinée à couvrir tant les cas de notations sollicitées et non sollicitées prévoit, notamment, l'insertion d'un *Titre III bis* au Règlement (CE) No 1060/2009 dénommée « *Responsabilité Civile des Agences de Notation de Crédit* » et d'un article 35bis qui va prévoir le cadre permettant d'engager cette responsabilité ainsi qu'une modification de l'article 36 qui va apporter toute une série de sanctions financières tout en fixant les seuils financiers pouvant être appliqués lors de l'application de ces dernières.

**331.** C'est donc en vertu de cet article 35 bis que la responsabilité civile d'une agence de notation pourra être engagée par un investisseur ou un émetteur dans le cas où un préjudice leur aurait été causé par une agence de notation ayant commis une des infractions, énumérées à l'annexe III du règlement CRA I<sup>979</sup>. Toutefois, ces règles d'engagement sont déjà limitées par le fait que l'infraction devra être causée de manière intentionnelle ou en raison d'une négligence grave. En effet, afin de déterminer les conditions de mise en œuvre de cette responsabilité le législateur communautaire précise bien le caractère intentionnel que doit présenter l'infraction ayant engendré le préjudice et, alternativement, le caractère grave de la négligence ayant pu entraîner ce dernier.<sup>980</sup>

**332.** D'autre part, le législateur souligne que cette infraction doit avoir entraîné un effet direct sur la notation. Car c'est bien la notation qui en elle-même qui va être le facteur pouvant entraîner le préjudice potentiel pour l'émetteur qui aurait, par exemple, été dégradé injustement au motif officieux d'avoir refusé l'offre commerciale d'une agence ; ou pour l'investisseur qui aurait investi dans un produit hautement risqué mais qui aurait basé sa décision d'investissement au regard d'une notation excellente dont jouissait ledit produit.

**333.** Sur le terrain de la responsabilité civile, il est important de rappeler qu'avant, 2013, et l'adoption du Règlement (UE) 462/2013 du 21 mai 2013, la France s'était déjà organisée face aux problèmes de mise en œuvre d'un régime de responsabilité propre aux agences de notation. La Loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 est le cadre législatif qui est

---

<sup>979</sup> Cet Annexe III a été introduit au Règlement (CE) No 1060/2009 par le Règlement (UE) No 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011, et a pour objet de lister les infractions visées à l'article 24 paragraphe 1 et à l'article 36 bis paragraphe 1. Il s'agit (i) *d'infractions liées à des conflits d'intérêts, à des exigences organisationnelles ou opérationnelles* ; (ii) *d'infractions relatives aux obstacles entravant les activités de surveillance* ; (iii) *d'infractions relatives aux dispositions en matière de communication d'informations*

<sup>980</sup> Article 35bis introduit au Règlement (CE) No 1060/2009 sur les agences de notation de crédit par le Règlement (UE) No 462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013 : « *Lorsqu'une agence de notation de crédit, de manière intentionnelle ou par négligence grave, a commis l'une des infractions énumérées à l'annexe III et que cette infraction a eu une incidence sur une notation de crédit, un investisseur ou un émetteur peuvent demander réparation à cette agence de notation de crédit pour le préjudice qu'ils ont subi du fait de cette infraction* ».

venu produire cet encadrement spécifique des agences de notation en introduisant, notamment, des nouvelles dispositions au Code monétaire et financier.

**334.** Parmi ces nouvelles dispositions se trouve l'article L544-5<sup>981</sup> qui prévoit, d'une part, que « *Les agences de notation de crédit [...] engagent leur responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements par elles commis dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement (CE) n° 1060 / 2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité.* ». Cette partie de l'article susmentionné prévoit donc une responsabilité délictuelle et quasi délictuelle à l'encontre des agences de notation. Une responsabilité civile d'une personne morale, sous l'angle contractuel, est aisément admissible et ne représente pas, en soit, une nouveauté. En effet, une partie au contrat peut toujours engager la responsabilité civile contractuelle de l'autre partie suite une inexécution ou mauvaise exécution d'une obligation qui lui aurait causé un préjudice. Cependant, tant l'ouverture d'une responsabilité délictuelle et quasi délictuelle aux clients de ces structures, tenus en principe par la loi du contrat, que l'invocation d'une telle responsabilité par un tiers, suite à une faute ou un manquement contractuel de l'agence de notation, apparaissent comme contraire au principe cardinal du droit français de non-cumul des responsabilités contractuelle et délictuelle. Bien qu'il ait pu être accepté par la jurisprudence une exception à ce principe au profit des victimes de dommages corporels<sup>982</sup> et, une fois n'est pas coutume, concernant la reconnaissance du débiteur à l'égard du tiers auquel il a causé un dommage par un manquement contractuel<sup>983</sup> ; cet article L544-5 représente un véritable piétinement d'un principe classique du droit français<sup>984</sup> par le droit européen digne de provoquer les fureurs d'un Henri MAZEAUD<sup>985</sup>. En sus de la difficulté de mise œuvre d'un tel régime spécial du droit des obligations, dérogoratoire aux principes généraux consacrés par la doctrine et la jurisprudence, pour le cas des agences de notation, la mise en

---

<sup>981</sup> Créé par la Loi No2010-1249 du 22 octobre 2010 – art.10 (V)

<sup>982</sup> Par la notion de victime par ricochet, voir notamment le Rapport No 558 (2008-2009) du 15 juillet 2009 fait au nom de la commission des lois par Alain ANZIANI et Laurent BETELLE.

<sup>983</sup> Ass. Plen. Cour de cassation, 6 octobre 2006, bulletin 9

<sup>984</sup> Voir Gilbert PARLEANI, « *La responsabilité civile des agences de notation* », Droit Bancaire et Financier, Mélanges AEDBF – France VI, RB éditions, le 7 novembre 2013. Le Professeur PARLEANI ne relève pas l'affront fait au principe de non-cumul et considère qu' « *une telle réponse ne doit pas surprendre. Ce n'est pas parce qu'un contrat reproduit la loi impérative que les prescriptions de cette dernière change de nature, pour ne devenir que contractuelle* » Cependant, une telle position impliquerait que le cocontractant puisse se prévaloir d'une responsabilité délictuelle et, par ce biais, potentiellement échapper à des contraintes qu'il avait acceptées au terme du contrat. Cette question a notamment été traitée dans le Rapport No 558 (2008-2009) susmentionné qui a rappelé l'importance de « *consacrer le principe du non-cumul des responsabilités contractuelle et délictuelle, en l'assortissant d'une exception au profit des victimes de dommages corporels* ».

<sup>985</sup> Civ., 6 avril 1927, S.1927,1,201, note Henri MAZEAUD.

œuvre d'une telle responsabilité, à l'égard des tiers, reste des plus théoriques dans la mesure où la charge de la preuve respecte en principe l'adage *semper necessitas probandi incumbit illi qui agit*<sup>986</sup>.

**335.** En effet, si le manquement à une obligation prévue dans le règlement (CE) n° 1060 / 2009 peut être établi de façon objective et externe, il apparaît particulièrement compliqué d'envisager, par exemple, qu'un investisseur puisse apporter la preuve de la faute intentionnelle ou de la négligence grave de l'agence de notation, ou de l'un de ses salariés, ayant conduit cette dernière à émettre une notation qui *in fine* aurait provoqué un préjudice audit investisseur. Bien que le législateur européen ait souhaité alléger cette charge de la preuve en considérant que cette preuve puisse résulter en l'apport d'« *informations précises et circonstanciées indiquant que l'agence de notation de crédit a commis une infraction au présent règlement, et que cette infraction a eu une incidence sur la notation de crédit émise.* » tout en laissant à la « *juridiction nationale compétente* » le pouvoir « *d'apprécier le caractère précis et circonstancié des informations, compte tenu du fait que l'investisseur ou l'émetteur peuvent ne pas avoir accès à des informations qui demeurent purement dans la sphère de l'agence de notation de crédit.* »<sup>987</sup>

Sous cette approche, le lien de causalité entre le manquement de l'agence de notation et le préjudice apparaît aussi complexe à déterminer, notamment, au regard des chaînes de titrisation. D'ordre général, la mise en œuvre d'une telle responsabilité civile tant en France que dans le cadre communautaire, plus large, d'une agence de notation par un tiers apparaît toujours plus que théorique, et ce, bien qu'une évolution puisse être envisagée au regard de certaines décisions, notamment, de juridictions étrangères qui seront analysés dans la section suivante<sup>988</sup>.

**336.** La deuxième partie de l'article L544-5 prévoit, d'autre part, que « *Tout accord ayant pour effet de soumettre, par avance et exclusivement, aux juridictions d'un Etat tiers à l'Union européenne un différend relatif aux dispositions du règlement (CE) n° 1060 / 2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité, alors que les juridictions françaises auraient été compétentes pour en connaître à défaut d'un tel accord, est réputé nul et non écrit.* » Cette disposition représente une réelle avancée destinée à mettre un terme aux accords entre des émetteurs français, ou visant à émettre des titres admis à la négociation sur le

---

<sup>986</sup> La nécessité de prouver s'impose toujours à celui qui agit, principe du droit romano-germanique évoqué dans le Digeste. ; Voir sur ce sujet H ROLAND & L BOYER, L'administration de la preuve: les parties et la charge de la preuve, Revue de Droit Henri CAPITAN, Association Henri Capitant des amis de la culture juridique française, No6, 30 juillet 2013.

<sup>987</sup> Article 35bis 2. introduit au Règlement (CE) No 1060/2009 sur les agences de notation de crédit par le Règlement (UE) No 462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013.

<sup>988</sup> Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200 (5 November 2012), file number NSD 936 of 2009 NSD 1073 of 2009 NSD 1268 of 2010

marché français, avec des maisons de notation situées aux Etats-Unis. L'explication de cette disposition réside, notamment, dans la volonté du législateur d'éviter que les agences de notation puissent s'extirper d'une responsabilité, potentielle, devant les juridictions françaises par le biais d'aménagements contractuels destinés à choisir un for applicable et/ou une juridiction plus flexible pour le règlement d'éventuels contentieux ou conflits. En introduisant cette disposition dans le Code monétaire et financier, le législateur limite, en soit, l'autonomie de la volonté des parties au contrat sensé être, selon la philosophie Kantienne<sup>989</sup> ayant largement inspiré les rédacteurs du Code civil, la loi du contrat. Par cette intrusion dans la liberté contractuelle, l'action du législateur peut être décrite comme une tentative de restaurer un équilibre contractuel en favorisant une sécurité juridique dans un cadre contractuel ou la responsabilité en cas de faute intentionnelle et de grave négligence doit pouvoir être raisonnablement engagée sans se voir opposer les entraves d'un droit étranger.

**337.** Mais encore, la Loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a introduit un article L544-6 qui prévoit quant à lui « *les clauses qui visent à exclure la responsabilité des agences de notation de crédit [...] sont interdites et réputées non écrites.* ». Cet article ne vise pas uniquement à limiter l'usage de certaines clauses par lesquelles les agences de notations souhaiteraient de façon abusive exclure leurs responsabilités contractuelles, mais il vise toute clause, fondée ou non, abusive ou non, visant à exclure cette responsabilité. Pourtant, la jurisprudence en droit français avait admis la validité du principe des clauses exclusives de responsabilité dans une décision de la Cour de cassation du 17 février 1995 qui avait arrêté que « *seuls le dol ou la faute lourde de la partie qui invoque, pour se soustraire à son obligation, une clause d'irresponsabilité insérée au contrat et acceptée par l'autre partie peuvent faire échec à l'application de ladite clause* ». <sup>990</sup> De ce fait, ce nouvel article tend à élargir la nullité de ce type de clause même dans les cas où la partie qui invoquerait de bonne foi cette clause.

**338.** Bien que le législateur français se soit fait quelque peu l'éclaireur du terrain de la responsabilité civile des agences de notation, où le législateur européen ne souhaitait manifestement pas s'aventurer dans le cadre de ses premières réglementations sur les agences de notation (CRA I et II), il semblerait que le législateur français ait été trop restrictif au regard du cadre finalement choisi par le législateur communautaire. En effet, le Règlement (UE) No 462/2013 prévoit aux termes de l'article 35bis paragraphe 3 « *La responsabilité civile de l'agence de notation de crédit [...] ne peut être limitée a priori que lorsque cette limitation est:*

---

<sup>989</sup> Emmanuel KANT “*Fondement de la métaphysique des mœurs*”, 1796 – édition Flammarion, Paris 1994

<sup>990</sup> civ.2è, 17 fév. 1955, D. 1956.17, note Esmein; civ. 2è, 28 nov. 1963, RTDCiv. 1964, obs. R. Rodière

a) raisonnable et proportionnée; et b) autorisée par le droit national applicable conformément au paragraphe 4. Toute limitation qui ne satisfait pas au premier alinéa, ou toute exclusion de responsabilité civile n'a aucun effet juridique.<sup>991</sup>» La simple comparaison entre le texte français qui interdit toutes « les clauses qui visent à exclure la responsabilité des agences de notation de crédit<sup>992</sup> » et le texte européen qui, à contrario, autorise ce type de limitation à partir du moment où ladite limitation est, notamment, « raisonnable et proportionnée » laisse déjà présager des écarts pouvant favoriser certaines législations nationales, d'autres Etats membres, aux dépens de la législation française, et ce, même pour les différents pour lesquels « les juridictions françaises auraient été compétentes [...] à défaut d'un tel accord ». En d'autres termes, cette dissonance est créatrice d'une situation permettant un arbitrage réglementaire entre les différentes législations européennes. Cela avait, notamment, été constaté, avant l'apparition du texte communautaire, par le Sénateur Philippe MARINI qui « sans contester le bien-fondé de la mesure proposée, [...] avait argué qu'une législation nationale en la matière serait au mieux sans effet, au pire nuisible pour la place de Paris. En effet, les principales agences, d'envergure internationale, offrent des prestations intellectuelles qui peuvent largement être réalisées « hors sol ». Un droit interne trop contraignant aurait ainsi conduit les agences à ne pas s'implanter en France, voire à se délocaliser dans des pays limitrophes. Cette limite ne s'applique pas au niveau européen. En effet, la crédibilité et la fiabilité du travail des agences reposent nécessairement sur une certaine proximité géographique avec leurs clients. Une législation harmonisée applicable dans toute l'Europe apparaît pertinente et évite l'arbitrage réglementaire. Votre rapporteur se félicite donc de l'adoption du règlement du 16 septembre 2009 et des nombreuses initiatives de la Commission. Il est néanmoins regrettable que l'ensemble des Etats européens, de même que la Commission, aient fait preuve d'un attentisme excessif pour traiter un problème qui avait été identifié depuis plusieurs années. <sup>993</sup>»

**339.** Force est de constater, au regard de ces éléments, que l'apparition de la responsabilité des agences de notation demeure des plus complexes tant au regard du cas américain que du cas européen. Ce dernier fait même émerger d'autres problématiques, dont figure en bonne position un possible arbitrage de la part des agences de notation au sein des législations nationales des Etats membres pour définir le cadre réglementaire de leur activité européenne.

---

<sup>991</sup> Article 35bis 3. introduit au Règlement (CE) No 1060/2009 sur les agences de notation de crédit par le Règlement (UE) No 462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013.

<sup>992</sup> Op.Cit.

<sup>993</sup> Rapport n° 703 (2009-2010) de Philippe MARINI, fait au nom de la commission des finances, déposé le 14 septembre 2010

Aussi, le Sénateur Marini, dans la présentation de son rapport sur la Loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 résume bien un demi-échec qui bien que prenant pour illustration le cas de la nouvelle législation, peut être élargi au cadre des divers règlements européens sur les agences de notation, à savoir que « *les cas dans lesquels le régime de responsabilité pour faute fondé sur l'article L. 544-5 pourra être invoqué avec succès seront sans doute rares mais pas inexistantes. Cet article constitue cependant un signal important à destination des agences de notation, qui complète utilement les dispositions du règlement européen.* » Cet important signal n'a cependant pas de force contraignante s'il n'était suivi de sanction concernant de potentiels abus, ne serait-ce qu'au regard de l'atteinte à l'ordre public économique.

---

## Section II:

### L'atteinte à l'ordre public économique : moyen encore limité d'une responsabilisation des agences de notation

---

**340.** En 2010, Hubert de VAUPLANE faisait l'amer constat concernant la majorité des actions, évoquées dans le préambule du présent chapitre, ouvertes aux Etats-Unis à l'encontre des agences de notation à savoir que « *si la douzaine d'actions en justice lancées aux Etats-Unis par des investisseurs contre les agences de notation ont toutes échoué face au régime de responsabilité particulier dont jouissent ces agences (leurs « notes » sont assimilées à des « opinions » et protégées par la Constitution américaine comme le sont les opinions des journalistes).* <sup>994</sup>» Cependant, l'éminent juriste soulignait avec optimisme un possible changement de donne au regard de l'intervention des autorités publiques du fait que « *Moody's se voit depuis le 21 avril contrainte de fournir des pièces sous astreinte par la FCIC (Financial Crisis Inquiry Commission mise en place par le Fraud Enforcement and Recovery Act de 2009), tandis que la justice californienne a délivré des demandes sous astreinte à l'encontre de Standard and Poor's et de Fitch Ratings, et que celle du Connecticut l'a fait à l'encontre de Standard and Poor's et de Moody's.* »

**341.** En effet, il est important de rappeler que ces structures, parmi d'autres acteurs financiers et bancaires, ont véritablement porté atteinte à « *l'ensemble des règles obligatoires dans les rapports contractuels, relatives à l'organisation économique, aux rapports sociaux et à l'économie interne du contrat* », autrement dit, à l'ordre public économique<sup>995</sup>. Quand bien même l'ordre économique se verrait outragé, brisé ou martyrisé, les pouvoirs publics ne peuvent qu'engager leur action à travers les normes juridiques applicables. C'est, notamment, pour cette

---

<sup>994</sup> Hubert de VAUPLANE «*La responsabilité des intermédiaires en matière de produits subprimés : La fin du début ou le début de la fin ?*», Recueil Dalloz 2010, p.2447

<sup>995</sup> Voir page 164 et seq. Section II l'atteinte à l'ordre public économique

raison que la mise en œuvre d'une responsabilité des agences de notation a rencontré, et rencontre toujours, un bon nombre d'obstacles tels que la complexité de la responsabilité de ces structures à l'égard des tiers, l'extraterritorialité, le lien de causalité entre une faute et le préjudice subi. Cependant, l'intervention des autorités publiques, comme le souligne Hubert de VAUPLANE, a permis une certaine évolution de la responsabilité des agences de notation qui, néanmoins, n'aboutit que trop rarement à de véritables condamnations (§1), à forte valeur symbolique, et ce, au profit des plus pragmatiques procédures négociées (§2).

### **§1) L'insuffisance d'une justice imposée**

**342.** Les procédures judiciaires au terme desquelles la responsabilité civile des agences de notation a pu être reconnue et qui ont engendré le paiement de dommages et intérêts demeurent exceptionnelles. Cependant, il est un cas particulièrement retentissant au terme duquel la responsabilité d'une agence de notation a été retenue à l'égard des tiers. Cette décision, d'une juridiction étrangère, est venue battre le tambour de l'application pratique d'une responsabilité qui demeure encore trop théorique sous l'angle, notamment, des droits français<sup>996</sup> et communautaire.

**343.** En effet, il s'agit d'une décision du 5 novembre 2012 de la Cour Fédérale australienne qui est venue donner une application pratique du principe de la responsabilité civile des agences de notation, et plus précisément, à l'égard des tiers.<sup>997</sup> En l'espèce, le Conseil Régional de Bathurst ainsi que onze autres collectivités territoriales de la Province Australienne de Nouvelle-Galles du Sud avaient investi entre novembre 2006 et juin 2007, sur les recommandations de leur conseiller financier *Local Government Financial Services*<sup>998</sup>, plus de 16 millions de dollars d'instrument financiers complexes et hautement spéculatifs appelés *Constant Proportion Debt Obligations* (CPDO)<sup>999</sup>. Ces produits dérivés<sup>1000</sup> étaient adossés, indirectement, sur des crédits hypothécaires américains ce qui explique les pertes colossales

---

<sup>996</sup> Créé par la Loi No2010-1249 du 22 octobre 2010 – art.10 (V)

<sup>997</sup> Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200 (5 November 2012), file number NSD 936 of 2009 NSD 1073 of 2009 NSD 1268 of 2010

<sup>998</sup> Prestataire de service financier spécialisé dans les services financiers aux collectivités.

<sup>999</sup> Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200 (5 November 2012),[48.];

<sup>1000</sup> Sur les CPDO, voir le Rapport 2008 de l'AMF sur les agences de notation, p.55, 22 janvier 2009 l'Encadré 2: La notation des *Constant Proportion Debt Obligations*, les CPDO sont des dérivés de crédit complexes issus de la création de la Banque ABN Amro qui est la première à en avoir structuré à partir de 2006.

qu'ont dû subir les investisseurs de ce type de produits à partir la fin de l'année 2007, début de l'année 2008, alors que lesdits produits étaient toujours notés AAA. Ces produits, acquis par ces collectivités, étaient émis initialement sous le libellé Rembrandt 2006-3 et avaient été structurés par la Banque ABN Amro, laquelle avait obtenue pour cette émission une note de qualité AAA par Standard & Poor's.<sup>1001</sup> Conscient du caractère assez exotique de ces instruments, le *Local Government Financial Services* avait retravaillé le libellé desdits instruments en les distribuant aux collectivités concernés sous le nom de « *Community Income CPDO Notes* », autrement dit, des « *Billets de Revenu Communautaire CPDO* », laissant ainsi penser que le produit avait été structuré à la mesure des besoins de ces dernières.

**344.** Une décision de première instance du Juge JAGOT à l'encontre de Standard & Poor's, ABN Amro et du *Local Government Financial Services* avait déjà souligné la négligence et le comportement trompeur (*negligence and misleading conduct*) de ces trois acteurs financiers à l'égard des investisseurs, qui dans le cas d'espèce étaient des collectivités publiques. Le lien de causalité ayant engendré le préjudice subi par les investisseurs résidait dans une chaîne de négligences ayant différé dans leur contenu. Ainsi, il a été dégagé que Standard & Poor's avait une obligation envers le *Local Government Financial Services* et les investisseurs de prendre les précautions raisonnables dans l'émission de ses avis et notes sur le produit distribué. ABN Amro avait quant à elle une double obligation envers le *Local Government Financial Services* et les investisseurs, à savoir, d'une part, de prendre les précautions raisonnables au regard des avis et informations communiqués sur le produit et, d'autre part, d'avoir structuré un produit correspondant aux avis et informations émis. le *Local Government Financial Services*, qui avait directement le lien contractuel avec l'investisseur avait, en sa qualité de conseiller financier des collectivités, les obligations de diligence, de conseil et d'analyse entre le besoin de l'investisseur et la qualité du produit recommandé. La Cour avait retenu en première instance que les trois maillons de cette chaîne de responsabilité avaient failli dans leurs obligations réciproques et c'est cette négligence qui a engendrée les pertes subies par les investisseurs<sup>1002</sup>. Concernant l'agence de notation, la haute juridiction fédérale australienne avait considéré plus spécifiquement que « *Standard and Poor's n'a pas simplement failli dans son application des*

---

<sup>1001</sup> Aarushi, SAHORE, "ABN Amro Bank NV v Bathurst Regional Council: Credit rating agencies and liability to investors", p.437 - 455 Sidney Law Review, The Volume 37 issue 3, September 2015; Voir aussi: Katrin DECKERT & Jelena VOJOVIC "La responsabilité civile des agences de notation en Australie – A propos de la décision rendue le 6 juin 2014 par la Federal Court of Australia dans l'Affaire ABN AMOR BANK NV V. BATHURST REGIONAL COUNCIL", No 2015/1, p.58, Revue international des services financiers/International Journal for Financial Services, 2015

<sup>1002</sup> *Bathurst Trial* [2012] FCA 1200, [2275], [2849], [2881], [2922], [2959], [3177], [3216]–[3218], [3250], [3281]–[3284].

*bonnes pratiques de notation, elle n'a pas agi raisonnablement et rationnellement.* <sup>1003</sup>». La responsabilité de l'agence de notation a été reconnue pour avoir surnoté un produit financier qui intrinsèquement était d'une très grande volatilité et auquel était rattaché un risque de défaut considérable en cas, notamment, d'évolution défavorable du marché immobilier américain, à l'exemple d'une remontée des taux directeurs de la réserve fédérale. Dans ce cas précis, la notation AAA constituait donc une pratique trompeuse, voire mensongère, à l'égard de l'investisseur et un manquement à son obligation de diligence envers ce dernier, bien qu'il ne fut pas directement son client. D'autre part, suite à la remontée des taux sur le marché immobilier américain, l'agence de notation avait subitement dégradé la note attribuée audit produit. Ainsi, en février 2008, les CPDO Rembrandt 2006-2 et 2006-3 sont passés d'un AAA à un BBB+, soit une baisse de 7 crans par rapport à leur notation initiale. Cette brutale dégradation n'a pas été sans conséquence pour ces collectivités territoriales qui ne pouvaient conserver, pour la gestion de leur trésorerie, ce type d'actif que si ce dernier était de qualité supérieure ou égale à A1. Ces règles de gestion étaient appliquées en vertu de la section 625 du *Local Government Act* de Nouvelle Galles du Sud de 1993 et du décret Ministériel du 15 juin 2005 qui prévoyait, *inter alia*, que les collectivités territoriales pouvaient *investir uniquement sous la forme des investissements notifiés par décret ministériel*<sup>1004</sup>», à savoir, *inter alia*, « tout titre pour lequel a été émis une note par Moody's Investors Service Inc de "Aaa", "Aa1", "Aa2", "Aa3", "A1"; "A2" ou "Prime-1" ou une note par Standard and Poor's Investors Service, Inc de "AAA", "AA+", "AA", "AA-", "A+"; "A"; "A1+" ou "A1" ou une note par Fitch Rating credit rating de "AAA", "AA+", "AA", "AA-", "A+" ou "A";<sup>1005</sup>». De ce fait, cette dégradation vertigineuse a entraîné des transactions de vente desdits produits financiers afin d'assainir la gestion d'une trésorerie qui était paradoxalement encadrée, là encore, par une réglementation qui se reposait exclusivement sur les agences de notation pour définir la qualité des allocations d'actifs pouvant être réalisés. En d'autres termes, le pouvoir judiciaire punit un acteur financier qui était, alors, adoubé par le pouvoir réglementaire. Dans cette logique ne serait-il pas opportun de considérer une responsabilité du régulateur et de l'Etat au même titre qu'il a été jugé opportun d'appliquer, dans ce cas d'espèce, à Standard & Poor's une responsabilité civile pour faute à l'égard d'un tiers, envers lequel, l'agence de notation se découvre avoir une obligation de diligence ? L'Etat et le régulateur australien n'auraient-ils pas aussi fait preuve de négligence en s'appuyant sur ces agences pour déterminer la qualité des actifs pouvant composer la

---

<sup>1003</sup> Ibidem

<sup>1004</sup> Section 625 du *Local Government Act* de Nouvelle Galles du Sud de 1993

<sup>1005</sup> Ministerial Investment order of 15 July 2005, item (1)

trésorerie de ses collectivités territoriales ? Cette réflexion sera, notamment, poursuivie dans le dernier titre des présents travaux.

**345.** ABN Amro et Standard & Poor's avaient interjeté appel de la décision du Juge JAGOT, aux termes de laquelle leur responsabilité civile à l'égard des investisseurs avait été retenue, alors que le *Local Government Financial Services* avait mis fin aux poursuites à son encontre par le biais d'un accord transactionnel. Cependant, les Juges JACOBSON, GILMOUR et GORDON ont confirmé les termes du jugement de première instance dans une décision du 6 juin 2014<sup>1006</sup>, en constatant, *inter alia*, que l'appel de Standard and Poor's n'était pas interjeté au moyen, notamment, d'une contestation de la faute retenue, dans la première décision, à savoir, du « *non-respect de son obligations d'exercer les diligences raisonnables dans la formation de son opinion exprimée par sa notation*<sup>1007</sup> », mais à travers une tentative de remise en cause du caractère vulnérable des collectivités et de l'absence de lien contractuel avec ces dernières. Il peut donc être considéré que les juges ont admis que la faute de Standard and Poor's était l'un des phénomènes générateurs du dommage ayant affecté lesdites collectivités.

**346.** Cette décision est une grande première en ce qu'elle donne un caractère pratique à une responsabilité civile des agences de notation, jusqu'alors théorique, à l'égard des tiers investisseurs en déterminant une obligation de diligence qui se voit portée par la destination prévue à la notation. Les juges australiens, consacrent en quelque sorte la réparation d'un préjudice par ricochet<sup>1008</sup> subi par les collectivités territoriales dont le fait générateur se trouve être la faute d'une société tierce, l'agence de notation, commise du fait de sa négligence et de son comportement trompeur.

**347.** Toutefois, loin d'être le précédent ouvrant la boîte de pandore de la responsabilité civile des agences de notation donnant lieu à de multiples condamnations, cette décision de la justice australienne demeure l'exception, par laquelle, s'exprimerait la sanction d'une atteinte à l'ordre public économique. En effet, il convient de rappeler que l'investisseur se trouve être, dans le cas d'espèce, des collectivités territoriales qui ne pouvaient certainement pas se permettre d'essuyer les pertes considérables engendrées par ces investissements, sans faire appel à nouveau au contribuable, alors que la gestion financière desdites collectivités territoriales était pointée du doigt en cette même période<sup>1009</sup>. De plus, la portée de cette décision aurait pu être

---

<sup>1006</sup> ABN AMRO Bank NV v Bathurst Regional Council [2014] FCAFC 65

<sup>1007</sup> Ibidem

<sup>1008</sup> Voir sur cette approche, Paul LE CANNU, « *Attributions et responsabilités des associations de défense des actionnaires et investisseurs* », Revue des Sociétés, Dalloz, p. 239, spec. 248,1995 ; Adde. Benoit LE BARS, « *Association d'actionnaires et de défense des investisseurs* », Répertoire de droit des sociétés, Dalloz, janvier 2011

<sup>1009</sup> NSW Councils audited over subprime crisis, ABC New, August 22<sup>nd</sup>, 2017

importante notamment en Europe, où plus de 2 milliards de dollars en CPDOs<sup>1010</sup> avaient été émis et notés, voir notamment, cependant le problème lié à la charge de la preuve pose toujours problème. Il est particulièrement rare en Europe qu'un juge s'investisse comme les juges fédéraux susmentionnés qui vont entamer de véritables instructions, voire investigations, tel un procureur en matière pénale. D'autre part, le caractère unique de cette décision démontre une certaine insuffisance de la justice dite imposée, au sens large, à pouvoir retenir la responsabilité des agences de notation à l'égard des tiers au profit d'une justice dite négociée toujours privilégiée par ces structures, et ce, à bon nombre d'égards.

## **§2) L'affluence d'une justice négociée**

**348.** La justice négociée s'entend comme la justice de la transaction ou celle du « *settlement* » à l'anglo-saxonne. La transaction était déjà présente dans le *corpus iuris civilis* de l'empereur Justinien, ce que rappelle l'éminent jurisconsulte Claude de FERRIERE dans son ouvrage intitulé « *La Jurisprudence du Digeste* »<sup>1011</sup> sur ce qui était alors défini comme « *une espèce de pacte qui se fait touchant la décision d'un procès ou d'un différent, dont l'évènement fut incertain en donnant promettant ou retenant quelque chose par l'une des parties.* » De cette définition issue du droit romain, il convient de retenir la rencontre de la volonté de deux parties, au minimum, destinée à la résolution d'un différent dont l'issue contentieuse eut été incertaine.

**349.** De façon plus contemporaine la transaction est définie à l'article 2044 du Code civil comme « *un contrat par lequel les parties, par des concessions réciproques, terminent une contestation née, ou préviennent une contestation à naître. Ce contrat doit être rédigé par écrit.* »

**350.** Pour les agences de notation, la transaction représente un moyen d'échapper à la reconnaissance de leur responsabilité mise en cause dans un bon nombre de procédures et de mettre un terme à l'exposition médiatique que ces dernières peuvent provoquer. Il sera, notamment, rappelé l'affaire, précédemment évoquée, à savoir, Abu Dhabi Commercial Bank contre Morgan Stanley & Co. International Limited et l'agence de notation Moody's Investors

---

<sup>1010</sup> Amanda BANTON & Denee THEODOROU, « *Holding ratings agencies to account – The Federal Court's landmark decision in Bathurst Regional Council V Local Government Financial Services* », p.2 to 6 Piper Alderman, Bulletin, February 2013

<sup>1011</sup> Claude de FERRIERE, « *La Jurisprudence du Digeste Conférée avec les Ordonnances Royaux, Les Coutumes de France et les décisions des Cours souveraines* » Imprimé avec Privilège du Roy, chez Jean COCHARD, 1677

Service Ltd<sup>1012</sup>. Pour mémoire, le juge de première instance avait ébranlé la défense des agences de notation Moody's Investors Service et Standard & Poor's en excluant l'argument de la liberté d'expression au regard de la notation de titres dit « toxiques » et en reconnaissant la responsabilité de ces dernières pour des notations frauduleuses pour lesquelles elles avaient perçu plus de « *trois fois leurs honoraires normaux pour la notation de ces produits* ». Cependant cette affaire avait débouché sur un accord transactionnel mettant ainsi fin à une longue procédure judiciaire. Toutefois, cette transaction portant sur un montant total avoisinant les USD 225 millions<sup>1013</sup> a été présentée comme étant destinée à mettre un terme à une procédure, et ce, « *sans aucune reconnaissance de responsabilité* <sup>1014</sup> » afin de mettre « *les coûts significatifs liés de cette procédure au bilan du passé* », le tout étant dans le meilleur intérêt des actionnaires desdites agences<sup>1015</sup>.

**351.** Le 3 février 2015, c'est Standard and Poor's qui avait accepté, sans aucune reconnaissance de responsabilité, une transaction mettant un terme à une procédure engagée, depuis février 2013, à son encontre par le Département of Justice américain venant aux intérêts de l'Etat fédéral et des États de l'Arizona, de l'Arkansas, de Californie, du Connecticut, du Colorado, De l'Indiana, de l'Iowa, du Maine, du Mississippi, du Missouri, du New Jersey, de Caroline du Nord, de Pennsylvanie, de Caroline du Sud, du Tennessee et de Washington et du District de Columbia, agissant par l'entremise de leurs procureurs généraux respectifs<sup>1016</sup>. Standard and Poor's avait ainsi accepté de s'acquitter de la somme record de USD 1,375 milliard auprès de ces diverses entités publiques afin, prétendument, d'« *éviter des délais, de l'incertitude, des inconvénients et les coûts de la poursuite de la procédure* »<sup>1017</sup>. La procédure intentée contre Standard & Poor's, depuis 2013, par le gouvernement américain, via le *Department of Justice*, visait à réparer un préjudice estimé aux environs de USD 5 milliards<sup>1018</sup>. Standard & Poor's se défendait alors en alléguant que cette procédure avait été initiée par le

---

<sup>1012</sup> Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., 08-cv-07508, U.S (S.D.N.Y)

<sup>1013</sup> Jeannette NEUMANN, “*Cost of Ratings Suit: \$225 Million*”, The Wall Street Journal, Updated April 29<sup>th</sup>, 2013; Lire aussi, Abu Dhabi Commercial Bank V.Morgan Stanley & Co. Inc: Plaintiffs Reach “Landmark Settlement in Case Against Rating Agencies and Morgan Stanley, Robbins Geller Rudman & Dowd LLP, Corporate Governance Bulletin, Third Quarter 2013

<sup>1014</sup> Patricia HURTADO & Bob Van VORIS, “*Morgan Stanley Settles Washington, Abu Dhabi Lawsuits*”, Bloomberg Technology, April 27<sup>th</sup>, 2013.

<sup>1015</sup> Ibidem,

<sup>1016</sup> Department of Justice, “*Justice Department and State Partners Secure \$ 1.375 Billion Settlement with S&P for Defrauding investors in the Lead Up to the Financial Crisis*”, Office of Public Affairs, February 3<sup>rd</sup>, 2015

<sup>1017</sup> Ibidem, adde. Pierre-Yves DUGUA, “*Standard & Poor's paie 1,3 milliards de dollars pour tourner la page des subprimes*”, Le Figaro, Economie, 3 février 2015

<sup>1018</sup> Jonathan STEMPEL “*S&P calls federal lawsuit “retaliation” for U.S. downgrade*”, Reuters, September 3<sup>rd</sup>, 2013.

gouvernement américain en représailles de la dégradation en 2011, qui avait marqué la fin du AAA des Etats-Unis<sup>1019</sup>. Selon les termes de ladite transaction, l'agence avait été forcée de retirer ses allégations de représailles présumées au regard, officiellement, des pièces transmises par le gouvernement américain, concernant l'ouverture de la procédure de 2013. Aussi, bien que la somme payée soit historique, tout en étant partiellement prise en charge par les assureurs de l'agence<sup>1020</sup>, dans le cas des agences de notation, et présenté comme « *résultant de la conduite illégale présumée des défendeurs, y compris les pertes subies par les régimes de retraite des employés de l'État ou d'autres fonds du gouvernement de l'État en raison de la crise financière.* », cette transaction échoue à faire ressortir toute responsabilité des agences de notation quant à une violation éventuelle d'une quelconque loi applicable. Mais encore, le *Department of Justice* se voit contraint de partager avec plus de 19 Etats fédéraux presque le quart de la somme qu'il avait initialement demandé en 2013. Enfin, il est à noter qu'à ce jour, le système judiciaire américain, en raison de ces diverses transactions, ne peut toujours pas faire état d'un précédent, notion particulièrement importante dans les systèmes de *common law*, concernant la condamnation d'une agence de notation pour une violation du droit applicable, sur le plan par exemple des conflits d'intérêts ou d'une fraude.

**352.** Selon des termes comparables, l'agence de notation Moody's a accepté de payer, le 13 février 2017, une somme de USD 864 millions<sup>1021</sup> au gouvernement fédéral américain et à plus de 19 Etats fédéraux. Dans ce cas, encore, Moody's affirme que « *cette transaction ne fait état d'aucune violation du droit applicable ni d'aucune reconnaissance de culpabilité* <sup>1022</sup> ». Même si les termes de cette transaction engagent Moody's à quelque rigueur supplémentaire vis-à-vis de ses procédures internes, notamment, sous l'angle des conflits d'intérêts, cette transaction ne représente toujours pas le précédent ouvrant la voie à une responsabilisation, notamment, judiciaire des agences de notation.

**353.** Ces diverses procédures démontrent bien le caractère pragmatique des autorités publiques pour obtenir la réparation, cependant partielle, d'un certain trouble à l'ordre public économique par le biais d'une justice négociée au terme de laquelle le prétendu responsable

---

<sup>1019</sup> Voir page 236, la majorité des procédures ont été intentées par les Etats fédéraux dès le début de l'année 2010 et ce n'est qu'en février 2013 que l'Etat fédéral a daigné s'occuper du cas.

<sup>1020</sup> McGraw Hill précise dans son rapport annuel pour 2015 que la marge opérationnelle comprend les règlements transactionnels, partiellement compensé par un avantage lié au recouvrement d'assurances de 54 millions de dollars et des frais de restructuration d'environ de 13 millions de dollars. En raison de cette transaction la marge opérationnelle de Standard & Poor's est passée de 29% en 2013 à 2% en 2014 pour atteindre son plus haut sommet en 2015 avec 36%, p16.

<sup>1021</sup> Department of Justice, « *Justice Department and State Partners Secure Nearly \$ 864 Million Settlement with Moody's Arising From Conduct in the Lead up to the Financial Crisis* », Office of Public Affairs, January 13<sup>th</sup>, 2017; Adde. Moody's paye 864 millions de dollars pour tourner la page des subprimes, L'Express, 14 janvier 2017

<sup>1022</sup> « *Moody's \$864m penalty for ratings in run-up to 2008 financial crisis* », Reuters, January 14<sup>th</sup>, 2017.

n'est pas retenu coupable. Mais encore, ces négociations mettent en exergue une certaine impuissance des pouvoirs publics à pouvoir sur le terrain de la justice imposer des décisions faisant loi. D'autre part, bien que les sommes payées dans le cadre de ces transactions puissent paraître astronomiques, ces dernières sont loin de représenter la part de responsabilité des agences de notation, qui certes doit être partagée avec d'autres acteurs de la sphère financière, que cela soit dans la crise des *subprimes* ou des dettes souveraines.

---

## Conclusion du Titre I

---

**354.** En 2011, le Professeur Steven A. RAMIREZ, de la faculté de droit de la Loyola University de Chicago, avait dressé un constat particulièrement accablant au sujet du Dodd-Frank Act, en considérant, notamment, que ce dernier « *crée un mélange toxique de législation affirmativement dangereuse, tout en ne répondant pas aux principales causes structurelles de la crise financière. La présence continue de la dette toxique est, par exemple, l'expression d'un modèle défectueux qui n'a pas été appréhendé [...] par le Dodd-Frank*<sup>1023</sup> ». En d'autres termes, le législateur et l'administration d'outre-Atlantique se seraient appliqués à panser les plaies du malade sans s'attaquer aux causes de sa maladie. Cette perception de l'action du législateur a conduit l'universitaire américain à qualifier le Dodd-Frank Act de véritable « *ligne Maginot* <sup>1024</sup> » qui n'empêchera pas l'avènement de crises futures ayant pour sous-jacent la mauvaise maîtrise d'un endettement excessif par des systèmes, privés ou publics, eux-mêmes défaillants, à l'instar des agences de notation et des administrations leur ayant conféré leur rôle de quasi-régulateur.

**355.** La récente crise des dettes souveraines illustre, encore, cette véritable insuffisance des pouvoirs publics à pouvoir réformer en profondeur un système manifestement aux abois, et ce spécifiquement, quant au rôle des agences de notation. De plus, il a été démontré que l'émergence de législations qui, en principe, devaient conduire à une meilleure gouvernance du risque de crédit, renforçait, *in fine*, la persistance d'une délégation quasi-règlementaire en faveur des agences de notation, à l'exemple des accords de Bâle II. Mais encore, la constante référence à ces structures dans les différents corpus législatifs, à l'exemple de ceux de la France ou des Etats Unis, ainsi que la création d'un régime de responsabilité civile, bien que trop théorique, au sein de ce même corpus tendait à s'éloigner encore plus d'un schéma ou l'affranchissement de l'influence des agences de notation serait la finalité souhaitée. Plutôt que de limiter leur influence, la création de régimes règlementaires spécifiques dédiés aux agences de notation, à l'exemple de la création du statut de NRSRO et OEEC, a pour effet, pernicieux, d'une part, de renforcer la légitimité d'acteurs dont les défaillances ont pourtant été révélées

---

<sup>1023</sup> Steven A. RAMIREZ, “*Dodd-Frank as Maginot Line*”, p.117, Loyola University Chicago, School of Law, Faculty Publications & Other Works, 15 Chapman L.Rev.109, 2011.

<sup>1024</sup> Ibidem,

par les récentes crises financières et monétaires et, d'autre part, de limiter l'avènement de nouveaux acteurs dans ce secteur en raison des coûts prohibitifs que peuvent représenter la mise aux normes réglementaires pour ces potentiels nouveaux acteurs, dont les ressources n'ont pas pu être constituées pendant des années de dérégulation excessive.

**356.** Mais encore, les défaillances issues, parfois, de comportements volontairement négligents des agences de notation ont eu de graves conséquences au sein d'économies qui peinent encore à se remettre et dont les gouvernements et investisseurs n'ont, pour la plupart, jamais obtenu de réparation au regard de préjudices bien réels. Même s'il a pu être constaté, récemment, la signature d'un certain nombre de protocoles transactionnels portant, parfois, sur des montants inédits, les sommes allouées sont rarement proches des montants initialement demandés en réparation de préjudices dûment estimés<sup>1025</sup>. La responsabilisation des agences de notation a donc beaucoup de peine à s'imposer, c'est pourquoi il convient, comme l'a notamment rappelé le Professeur RAMIREZ, de s'attaquer directement aux syndromes du malade, au sein desquels apparaît l'information de notation.

---

<sup>1025</sup> Ibidem,

## Titre II

# L'indispensable renouveau de la régulation de l'information de notation

---

**357.** En 2008, le Président de l'Assemblée générale des Nations unies, Miguel D'ESCOTO BROCKMANN, avait mandaté une commission composée d'un panel de vingt experts internationaux, sous la présidence du Prix Nobel d'économie Joseph STIGLITZ, afin d'analyser les causes de la crise financière, d'en évaluer l'impact sur les différents pays, de proposer des réformes adéquates destinées à éviter sa récurrence et à rétablir la stabilité économique internationale. Le rapport de cette Commission, qui a été publié en septembre 2009, dresse un constat assez percutant des maux ayant conduit à une telle situation. Selon les experts de cette Commission « *il existe aujourd'hui un consensus sur le fait que des réglementations et des institutions réglementaires inadéquates, dont certaines ont même échoué à mettre en œuvre les réglementations existantes, ont contribué à cette crise.* <sup>1026</sup> » Même si « *le blâme devrait être attribué au secteur financier, le gouvernement*<sup>1027</sup> *a échoué à protéger le marché contre lui-*

---

<sup>1026</sup> Joseph E. STIGLITZ (Chair), "Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System", "Chapter 3 : Reforming Global Regulation to Enhance Global Economic Stability", p.48, September 21<sup>st</sup>, 2009.

<sup>1027</sup> sur ce point il faut comprendre la notion rousseauiste de la notion de gouvernement, à savoir le corps intermédiaire [...] « *chargé de l'exécution des lois et du maintien de la liberté tant civile que politique* ». Pour mémoire selon Rousseau, l'Homme perd par le contrat social sa liberté naturelle, à savoir son droit illimité à tout ce qui le tente et qu'il peut atteindre (principe limité par les forces de l'individu qui l'invoque), au profit d'une liberté civile qui est limitée (ou régulée) par la notion de volonté générale. voir, Livre III, Chapitre I : Du gouvernement en général, Jean-Jacques ROUSSEAU, «*Du Contrat Social; ou, Principes Du Droit Politique*», éd. Marc-Michel REY. 1762.

*même et a failli dans la protection de la société quant aux excès qui ont à plusieurs reprises imposés des coûts élevés aux contribuables, aux travailleurs, aux propriétaires ainsi qu'aux retraités.* » En d'autres termes, la Commission STIGLITZ pose ici la question de la responsabilité des Etats dans la mise en place des mécanismes ayant participé à l'avènement de la plus grande crise financière depuis la Grande Dépression.

**358.** La question d'une responsabilité de l'Etat, ou des états, dans la crise financière et, plus particulièrement, dans le rôle de premier plan accordé aux agences de notation, a déjà été évoqué dans les présents travaux, et ce, notamment, sous l'angle de la notion de *delegated monitoring* et de l'insuffisance persistante des pouvoirs publics, également, dans la mise en place des mesures destinées à l'affranchissement de l'influence de ces structures. Cependant, il est important de rappeler que le *delegated monitoring* est la parfaite expression, dans le contexte de ces structures, d'une politique entérinée, dans le cadre du New Deal et du Banking Act de 1933 (*Glass-Steagall Act*), afin de restaurer la confiance envers les marchés et de tout un système financier au lendemain d'une crise financière redoutable, mais qui n'a jamais été remis en cause ou mis à jour et ce, notamment, au regard des différentes mutations connues par un système financier et, plus particulièrement, par les agences de notation, elles-mêmes, à l'exemple du bouleversement de leur système de rémunération dans les années 70.

**359.** La responsabilité publique dans ce type de crise est particulièrement complexe à mettre en place et ne devrait être que symbolique, si d'aventure cette dernière était retenue au terme d'une décision de justice. En effet, si la responsabilité des états devrait se solder, par exemple, par des condamnations pécuniaires, le contribuable serait, *in fine*, toujours mis à contribution pour le règlement de ladite condamnation. L'exemple de la mauvaise gestion des finances Grecques dans la période ex-ante et ex-post 2009 est la parfaite illustration de ce qui pourrait être qualifié d'une faute d'un Etat, qui pourrait être passible d'une mise en œuvre de sa responsabilité, qui a eu pour conséquence la mise en place de mesures d'austérité particulièrement draconiennes.<sup>1028</sup> En 2009 dans un entretien accordé au Figaro, Mathieu LAINE rappelait d'ailleurs que « *le politique est lui aussi responsable de la crise : c'est lui qui, aux Etats-Unis, a forcé les banques à accorder des crédits à des personnes démunies qui ne pouvaient pas les rembourser ! [...] Les crises naissent souvent des mesures décrétées pour limiter les effets de la crise précédente.*<sup>1029</sup> ». Tout comme ce fut le cas pour les agences de notation dans le cadre du New Deal, le rôle de ces structures aurait dû être reconsidéré, au plus

---

<sup>1028</sup> Voir paragraphe 231

<sup>1029</sup> Mathieu LAINE, "Reprenons le pouvoir sur nos vies!", propos recueillis par Ghislain de MONTALEMBERT, Le Figaro, 09 Janvier 2009

tard, dès le changement de paradigme ayant trait à leur politique de rémunération passant d'un investisseur payeur à un modèle émetteur payeur.

**360.** Dès lors, il est urgent que l'Etat et le législateur prennent en compte les évolutions subies par le secteur de la notation, et plus largement de l'information financière, afin de définir un renouveau de la réglementation ayant trait à l'information financière, en général, et à l'information de notation, en particulier. La concrétisation de ce renouveau passera nécessairement par l'adaptation d'une régulation à des enjeux en constante mutation (**Chapitre I**) ainsi que via un processus de banalisation (**Chapitre II**) de ces structures afin « *qu'elles puissent donner une opinion comme une autre que l'on peut utiliser ou pas. Le régulateur doit extraire ces agences de la régulation pour en faire des organismes privés quelconques*<sup>1030</sup> »

---

<sup>1030</sup> Michel AGLIETTA, voir note No 297

## Chapitre I :

# L'adaptation nécessaire d'une régulation à des enjeux en constante mutation

« Le principe d'une régulation renforcée des agences de notation, en vue de leur conférer plus de transparence, d'indépendance, de concurrence et de responsabilisation nous semble indispensable pour restaurer la confiance des marchés et des utilisateurs des notations. » Carole SIROU, S&P, 9 juin 2010

---

**361.** Le 9 juin 2010, lors de l'audition des représentants des agences de notation dans le cadre du rapport de la Commission des Finances du Sénat, concernant le projet de loi de régulation bancaire et financière, Carole SIROU confiait sa vision de la notation, à savoir que « une note, c'est une évaluation qui porte sur le futur, c'est une appréciation sur une capacité de remboursement ou sur l'éventualité d'un défaut futur et c'est ce caractère prédictif qui donne toute sa valeur à notre métier. Il est toujours facile de critiquer ex post une note si ce qu'elle a anticipé ne se réalise pas mais, de notre point de vue, notre responsabilité n'est ici pas absolue : il faut considérer et mettre l'accent sur le respect des procédures et des standards professionnels. »<sup>1031</sup> Cette définition sous-tend un caractère presque divinatoire de la notation, dont toute la valeur reposerait sur le critère «*prédictif*», ce qui n'est pas sans rappeler les pratiques qui avaient été proscrites, fut un temps, par un Edit royal de Louis XIV en raison des troubles à l'ordre public que ces prédictions pouvaient causer, et notamment, au regard des «*personnes ignorantes ou crédules*<sup>1032</sup> » qui basaient tant leur comportement que leur décision sur ces dernières plutôt que sur leur propre jugement ou discernement. A cette époque, il avait été ordonné au sujet des émetteurs de ces prédictions «*que toutes personnes se mêlant de deviner [...] vireront incessamment le Royaume*<sup>1033</sup> ».

---

<sup>1031</sup> Rapport n° 703 (2009-2010) de M. Philippe MARINI, fait au nom de la commission des finances dans le cadre du Projet de loi de régulation bancaire et financière, déposé le 14 septembre 2010

<sup>1032</sup> Préambule, *Edit pour la Puniton de différens Crimes et notamment celui d'Empoisonnement*, Du mois de Juillet 1682

<sup>1033</sup> Ibidem, Article Ier

**362.** Bien que le cas contemporain des agences de notation soit bien différent de celui des divinateurs sévissant sous le Royaume de France, malgré de fortuites ressemblances paraissant au travers des propos de celle qui était, alors, présidente de Standard and Poor's France, les deux sous-jacents illustrent bien l'adaptation nécessaire du droit afin de capturer des pratiques ou des activités pouvant être vectrices d'instabilité.

**363.** Plus récemment, dans une étude réalisée sur « les nouveaux services de crédit alternatif <sup>1034</sup>», Anne-Valérie LE FUR a traité de l'émergence des nouveaux canaux qui tendent à s'affranchir du cadre plus institutionnel pour l'octroi de financement. Toutefois, si cette étude permet de constater l'avènement de moyens de financement dit alternatif, les agences de notation demeurent un élément incontournable pour « trier les emprunteurs <sup>1035</sup>».

**364.** D'autre part, les agences de notation continuent leur développement et n'échappent pas aux évolutions et bouleversements du monde. En effet, outre la persistance du phénomène de *delegated monitoring* déjà évoqué <sup>1036</sup>, la notation des agences se retrouve dans de plus récentes réglementations européennes à l'exemple du Règlement (UE) no 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, dit EMIR, ou le Règlement (UE) 2015/2365 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres et de la réutilisation, dit SFTR. Mais encore les références aux notations des agences se retrouvent dans ce qui est considéré comme la nouvelle « *colonne vertébrale* <sup>1037</sup>» de la régulation financière à savoir MIFIR <sup>1038</sup> MIFID II <sup>1039</sup>. C'est notamment au sein d'un règlement délégué complétant MIFID II qu'il peut être constaté qu'en principe « *Lors de l'évaluation de la qualité de crédit d'un instrument du marché monétaire, il ne devrait pas y avoir de recours mécanique aux notations externes. Toutefois, au cas où une agence enregistrée et surveillée par l'AEMF et ayant noté l'instrument ramènerait sa notation sous les deux notations de crédit à court terme les plus élevées, le gestionnaire devrait*

---

<sup>1034</sup> Anne-Valérie LE FUR, «*Les nouveaux services de crédit alternative: la pratique du peer to peer lending ou l'uberisation du crédit*», Revue de Droit Bancaire et Financier, No 1, Janvier 2017, dossier 7

<sup>1035</sup> Ibidem

<sup>1036</sup> Voir page 197, Section I : La persistance du *delegated monitoring*, création de nouveaux risques par le législateur.

<sup>1037</sup> Thierry BONNEAU «*MIF II : aperçu général de la directive et du règlement du 15 mai 2014*», Revue de Droit bancaire et financier No6, Novembre 2014, dossier 59.

<sup>1038</sup> Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) no 648/2012

<sup>1039</sup> Directive 2014/65/EU du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la Directive 2002/92/EC et la Directive 2011/61/EU

*entreprendre une nouvelle évaluation de la qualité de crédit de l'instrument pour s'assurer qu'il demeure de qualité élevée.* <sup>1040</sup>».

**365.** En d'autres termes, les agences de notation font toujours loi dans un secteur qui manifestement est dépourvu d'alternative concrète (**Section I**) concernant, notamment, l'information relative au risque de crédit, d'où l'importance de noter un véritable essor du contrôle interne de ces structures (**Section II**).

---

<sup>1040</sup> Directive Déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/6/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et des règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commission ou de tout autre avantage pécuniaire ou non pécuniaire. Chapitre I, Article premier.

---

## Section I :

### L'absence d'alternative concrète aux agences de notation

---

**366.** Outre le passage par la notation imposé par la réglementation en raison du *delegated monitoring*, déjà analysé, les racines de la notation ont pénétré toute une culture de masse liée à la civilisation contemporaine de l'investissement laquelle a consacré ce qui peut être qualifié de véritable dogme du triple A. Malgré certaines initiatives destinées à proposer un modèle alternatif aux agences de notation, lesquelles ont été lancées à la suite des premiers travaux règlementaires visant à réduire un passage obligé par ces structures, force est de constater qu'il ne résulte de ces initiatives qu'une succession de projets avortés et une véritable absence de solution alternative viable pouvant remettre en cause l'influence des structures historiques de notation.

**367.** En effet, le régulateur avait clairement affiché ses ambitions lorsqu'il exigeait qu'au 31 décembre 2015, au plus tard, il devait être dégagé, en sus des mesures prises pour « *supprimer les références aux notations de crédit qui amènent ou risquent d'amener à y recourir exclusivement ou mécaniquement [,] les outils alternatifs permettant aux investisseurs d'évaluer eux-mêmes les risques de crédit des émetteurs et des instruments financiers* <sup>1041</sup> ». La finalité de ces ambitions était la suppression de toutes « *les références faites aux notations de crédit dans le droit de l'Union à des fins règlementaires au plus tard le 1<sup>er</sup> janvier 2020* [et ce, bien entendu,] « *sous réserve d'avoir identifié et mis en œuvre des solutions alternatives appropriées* <sup>1042</sup> ».

---

<sup>1041</sup> Règlement (UE) No462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) No 1060/2009 sur les agences de notation, Article premier Modifications du règlement (CE) No 1060 /2009 point 26 insérant un nouvel Article 39 ter.

<sup>1042</sup> Ibidem

**368.** Ainsi, beaucoup d’espoirs tant communautaires<sup>1043</sup> que nationaux<sup>1044</sup> s’étaient portés sur la création d’une agence de notation publique indépendante européenne. Cependant, le caractère public dudit projet avait vite été abandonné au regard des conflits d’intérêts potentiels que pouvait impliquer la notation des dettes souveraines par une entité publique communautaire, et ce, alors même que la création d’une telle entité avait théoriquement pour but d’apporter une certaine transparence dans le secteur de la notation. Il est aisément compréhensible qu’une entité publique européenne puisse, dans le contexte de la notation souveraine des pays membres de l’Europe, à ne pas vouloir porter atteinte à la stabilité communautaire par les notes qu’elle pourrait émettre. Toutefois, l’idée d’une agence européenne avait perduré à travers le concept d’une agence de notation européenne indépendante, porté à bout de bras par Markus KRALL, ancien associé directeur général de Roland Berger Strategy Consultants. Une telle agence eut été rémunérée par les investisseurs, et non les émetteurs comme c’est le cas dans le modèle de rémunération actuel des agences de notation. En d’autres termes, Markus KRALL proposait un retour aux sources des agences de notation, en référence au modèle économique investisseur payeur qui était celui des trois agences avant de basculer sur celui d’émetteur payeur, ce qui permettrait de sensiblement réduire les situations pouvant se prêter aux conflits d’intérêts. Ce projet qui avait, prétendument, reçu des marques d’intérêt de divers gouvernements, à l’instar du gouvernement allemand<sup>1045</sup>, nécessitait la mobilisation d’une masse critique initiale de 300 millions d’euros qui aurait dû être financée par un certain nombre d’investisseurs. Ce projet n’ayant pu être financé dans son ensemble, Markus KRALL a dû renoncer à la création d’une telle entité.<sup>1046</sup>

**369.** Une autre alternative avait, pendant un temps, été considérée à travers une initiative de la COFACE<sup>1047</sup> qui avait pendant une dizaine d’année travaillé sur un modèle de notation de risques de crédit basé sur le risque assuré dans le cadre de ses prestations d’assurances. Ainsi,

---

<sup>1043</sup> European Parliament resolution of 8 June 2011 on credit rating agencies: future perspective (2010/2302 (INI)). Adde: Christian SCHEINERT, “*The case for a European public rating agency*”, European Parliamentary Research Service, PE 589.865, October 2016 ; Guillaume ERRARD, “*Barnier pour une agence de notation européenne*”, le Figaro, le 30 avril 2010 ; Jacques DOCQUIERT, “*Je réfléchis à l’idée d’une agence de notation supplémentaire, qui serait européenne*”, Les Echos, le 30 avril 2010.

<sup>1044</sup> Pour la création d’une agence de notation européenne publique et indépendante, 13<sup>e</sup> législature, Question écrite No 21342 de M. Claude BERIT-DEBAT, publiée dans le JO Sénat du 8 décembre 2011 – page 3118

<sup>1045</sup> Audition de MM. Bernard de MONTFERRAND et Markus KRALL sur le projet de Roland Berger de création d’une agence de notation européenne, le 2 mai 2012, Comptes rendus de la MCI Agences de notation.

<sup>1046</sup> Angela CULLEN, “*European Rating Agency Plan Founders on Lack of Financing*”, Bloomberg, April 29<sup>th</sup>, 2013; L. BOI, “*Le projet d’agence de notation européenne est mort*”, Les Echos, le 30 avril 2013

<sup>1047</sup> Anciennement Compagnie française d’assurance pour le commerce extérieur, la Coface est une société d’assurance-crédit fournissant des produits destinés à assurer le risque de crédit dit fournisseur. Autrefois, entreprise publique, la Coface a été privatisé en 1994 et est aujourd’hui une filiale de Natixis.

la COFACE indiquait que son modèle apportait une plus grande transparence dans la mécanique de notation dans la mesure où si les sociétés notées par ses soins connaissaient des défaillances, c'est elle même qui paierait dans le cadre de l'assurance-crédit souscrite. Dans cette perspective, la COFACE avait déposé en juillet 2010 son dossier auprès du *Committee of European Securities Regulators* (CESR) afin d'obtenir l'agrément européen en tant qu'agence de notation spécialisée sur le secteur privé. Par cette initiative, la COFACE affichait clairement ses ambitions, à savoir, de proposer un modèle alternatif répondant « *aux questions d'indépendance et de responsabilité qui sont au cœur du débat actuel sur la notation.* »<sup>1048</sup> et qui sur le plan de ses finances, devait être un moyen de redresser ses comptes selon la stratégie de son ancien directeur général Jérôme CAZES. Cependant, suite à un changement de direction, le projet d'agence de notation a été abandonné au profit d'une stratégie dite de « recentrage » sur de l'assurance-crédit. Cet abandon est fort regrettable car le risque de crédit évalué par les assureurs crédit aurait pu représenter une alternative viable dans la mesure où si, dans un tel contexte, un risque crédit se réalise de la part d'une entreprise privée l'assureur qui aura couvert ledit risque devra en financer le défaut. D'autre part, il est important de noter qu'une telle alternative n'aurait pu être étendue à la notation souveraine ni à la notation des titres financiers, et ce, en raison notamment du manque d'expertise des assureurs crédit dans ce domaine.

**370.** Une autre alternative pourrait être considérée sur le plan des notations souveraines, à savoir la Classification des risques pays de l'OCDE. Cette classification émane d'une méthode d'évaluation des risques de crédit des pays convenue dans le contexte de l'accord dénommé « *Arrangement sur les crédits à l'exportation bénéficiant d'un soutien public* », dont la dernière version est applicable au 1<sup>er</sup> février 2017<sup>1049</sup>. Selon les termes prévus à l'article 25 dudit arrangement, la classification des risques pays vise à estimer « *la probabilité selon laquelle ils [les pays] assureront le service de leur dette extérieure* ». Les composantes du risque de crédit selon l'OCDE sont déterminés à travers les cinq éléments suivants, à savoir (1) « *un moratoire général des remboursements décrété par le gouvernement du pays de l'emprunteur/du garant ou par l'organisme national par l'intermédiaire duquel le remboursement est effectué* ; (2) *des évènements politiques et/ou des difficultés économiques survenant hors du pays du*

---

<sup>1048</sup>Claude FOUQUET « *Coface abandonne son projet d'agence de notation* », les Echos, le 2 mars 2011

<sup>1049</sup> Cet Arrangement est une convention non contraignante entrée en vigueur, dans sa première version, en avril 1978 entre certains pays membres de l'OCDE visant à encadrer les crédits à l'exportation qui bénéficient d'un soutien public. Cet Arrangement vise à harmoniser les règles et usages en matière de soutien public afin de promouvoir une concurrence basée sur la qualité et le prix des services et des biens exportés plutôt que sur les soutiens financiers accordés à certains exportateurs.

*Participant*<sup>1050</sup> auteur de la notification ou des mesures législatives/administratives prises hors du pays du Participant auteur de la notification et qui empêchent ou retardent le transfert de fonds effectué en vertu du crédit ; (3) des dispositions légales adoptées dans le pays de l'emprunteur/du garant spécifiant que les remboursements effectués en monnaie locale valent acquittement de la dette, bien que, par suite de fluctuations des taux de change, ces remboursements, une fois convertis dans la monnaie du crédit, ne correspondent plus au montant de la dette à la date du transfert des fonds ; (4) toute autre mesure ou décision du gouvernement d'un pays étranger qui empêche le remboursement en vertu d'un crédit ; et enfin (5) des cas de force majeure survenant hors du pays du Participant auteur de la notification, à savoir conflits armés (y compris guerres civiles), expropriations, révolutions, émeutes, troubles civils, cyclones, inondations, séismes, éruptions volcaniques, raz de marée et accidents nucléaires. » Le risque de crédit étant apprécié à travers ces cinq critères qui se veulent objectifs, le classement des pays est déterminé par le biais d'une méthodologie permettant une évaluation dite quantitative du risque pays, laquelle est fondée, pour chaque pays, sur trois groupes d'indicateurs de risques. Le premier indicateur traite de l'expérience du Participant, à savoir, son historique de paiement qui regroupe les éventuels défauts de paiement, ou l'absence de ces derniers, dans ses engagements passés. Le second indicateur traite de la situation financière du Participant, à savoir, sa capacité à faire face à ses dettes et, enfin, le troisième indicateur a trait à la situation économique dudit Participant, à travers des indicateurs tels que le taux de croissance du PIB, la balance commerciale, l'inflation, le taux de chômage. Cette méthodologie intégrera, en fonction du pays Participant, certains facteurs additionnels pouvant remettre en cause le paiement à échéance d'une dette contractée à l'exemple du risque politique, de conflit, qui peut conduire au réajustement du classement de risque. Selon les règles agréées dans l'accord susmentionné, les classifications émises par l'OCDE se font sur une échelle sur une échelle de huit catégories allant de 0 à 7, le niveau 0 étant le niveau rattaché aux pays dont le risque crédit étant le plus faible. Selon les termes de cet accord, « les classifications des risques pays font l'objet d'un suivi permanent et sont réexaminées au moins une fois par an, et le Secrétariat<sup>1051</sup> communique immédiatement les modifications résultant de la méthodologie de classification des risques pays. Lorsqu'un pays est déclassé ou reclassé, les Participants

---

<sup>1050</sup> Ce terme désigne au sens de l'Arrangement, les pays participants à cette convention non contraignante au titre de laquelle se trouvent l'Australie, le Canada, L'Union européenne, la Corée, les Etats-Unis, le Japon, la Norvège, la Nouvelle-Zélande et la Suisse. Il est à noter que d'autres membres et non membres de l'OCDE peuvent devenir Participants, et ce, sur invitation des pays ou communautés précité.

<sup>1051</sup> Il s'agit du Secrétariat des crédits à l'exportation, Division des crédits à l'exportation, Direction des échanges et de l'agriculture de l'OCDE.

*appliquent les taux de primes correspondant ou supérieurs aux TPM applicables à la nouvelle catégorie de risques pays au plus tard cinq jours ouvrables après communication de ce nouveau classement par le Secrétariat.* » En effet, cette classification permet la fixation des taux de prime minimaux pour les transactions qui bénéficieraient d'un soutien public. En plus des taux d'intérêts s'ajoutera donc un taux de prime qui viendra couvrir le risque de remboursement du crédit à l'exportation. C'est donc dans la détermination de ce calcul des taux de prime minimum que la classification du risque pays viendra jouer un rôle majeur aux côtés d'autres composantes, à l'exemple de la durée du risque ou de la catégorie de risque acheteur emprunteur.

**371.** L'OCDE étant déjà à l'initiative d'un certain nombre de normes, à l'exemple des normes de qualité pour l'évaluation du développement<sup>1052</sup> ou de la très, et parfois redoutée, norme commune de déclaration et de diligence raisonnable en matière d'échange automatique de renseignements relatifs aux comptes financiers, laquelle a été incorporée dans le cadre législatif européen *via* la directive 2014/107/UE du Conseil du 9 décembre 2014<sup>1053</sup>, une proposition par l'organisation internationale d'une alternative aux notations des agences, sur les bases de la Classification des risques pays, aurait pu représenter une solution viable. Toutefois, en dehors du fait que ce potentiel modèle alternatif ne puisse s'appliquer qu'au secteur des notations souveraines, une analyse plus approfondie des modalités techniques d'appréciation et de classification des risques, aux termes de l'Arrangement précité, permet de constater que la méthodologie développée par l'OCDE s'appuie en partie sur les agences de notation lorsque, par exemple, elle prévoit qu'« [...]un Participant doit procéder à une évaluation du risque de l'emprunteur/du garant ultime, y compris dans l'hypothèse où l'emprunteur/le garant est noté par une agence de notation de crédit agréée. Un Participant peut attribuer une notation qui se situe un cran au-dessus de la note attribuée par l'agence agréée (sur l'échelle de celle-ci). En l'absence de notation par une agence agréée, la classification du risque ne peut excéder (c'est-à-dire être plus favorable) de deux crans la notation souveraine attribuée par une agence agréée au pays où est domicilié l'emprunteur/le garant.<sup>1054</sup> ». En d'autres termes, le Participant ne pourrait pas remettre en cause une notation

---

<sup>1052</sup> « Normes de qualité pour l'évaluation du développement », lignes directrices et ouvrages de référence du Comité d'Aide au Développement (CAD), Organisation et Coopération et de Développement Economique, 1<sup>er</sup> février 2010

<sup>1053</sup> Modifiant la directive 2011/16/UE en ce qui concerne l'échange automatique et obligatoire d'information dans le domaine fiscal

<sup>1054</sup> Arrangement sur les Crédits à l'exportation bénéficiant d'un soutien public", p.15 Direction des Exchanges et de l'Agriculture, Participants à l'arrangement sur les crédits bénéficiaient d'un soutien public, TAD/PG(201701 1<sup>er</sup> février 2017.

d'une entité ayant été émise par une agence de notation agréée, si ce n'est pour lui attribuer une notation supérieure à celle déjà émise. De plus, l'entité dépourvue de notation se verrait, selon le modèle susmentionné, automatiquement bénéficiaire de la notation du pays dans laquelle elle est domiciliée ce qui en soit peut représenter un danger réel. En effet, il pourrait être pris la situation d'une région ou d'un comté dans une situation de faillite, à l'instar du comté de Jefferson, en Alabama, déclaré en état de faillite le 11 septembre 2011, qui, s'il ne bénéficiait pas d'une notation propre, pourrait bénéficier à minima de la notation des Etats Unis à savoir AA+, alors que sa situation réelle serait proche de la note D, qui représenterait plus une situation de défaut.

**372.** Mais encore, dans la description de la méthodologie destinée à opérer cette classification du risque pays, l'organisation internationale prévoit même des conditions d'exception favorables aux emprunteurs ou garants bénéficiant d'une très bonne notation des agences de notation en ce qu'elle prévoit qu'« *à titre exceptionnel, les emprunteurs non souverains et les garants peuvent être classés dans la catégorie de risque acheteur « Risque meilleur que le risque souverain » (SOV+)14 si [...]l'emprunteur/le garant bénéficie d'une notation de sa dette en devises étrangères établie par une agence agréée de notation du crédit meilleure que la notation de la dette en devises étrangères (établie par la même agence de notation) de son risque souverain [...] .»*<sup>1055</sup> Cette exception pourrait être perçue comme étant défavorable aux emprunteurs ou garants qui ne bénéficieraient pas d'une bonne notation de la part des agences ainsi que comme une incitation à obtenir de ces structures une telle notation.

**373.** Pourtant, l'OCDE se défend de faire un travail qui pourrait être comparable à celui des agences de notation en rappelant que sa classification est sensée évaluer « *le risque pays [lequel] englobe le risque de transfert et de convertibilité (c.-à-d. Le risque qu'un gouvernement impose des contrôles de capital ou de change qui empêchent une entité de convertir la monnaie locale en monnaie étrangère et / ou transférer des fonds aux créanciers situés à l'extérieur du pays) et les cas de Force majeure (p. Ex. Guerre, expropriation, révolution, troubles civils, inondations, tremblements de terre) [...]1056* » et que de ce fait les « *classifications des risques par pays ne sont pas des classifications des risques souverains et ne devraient donc pas être comparées aux classifications des risques souverains des agences de notation de crédit privées (CRA).*<sup>1057</sup> » Néanmoins, la classification des risques pays représente bien *de facto* une notation par laquelle est illustrée la faculté d'un débiteur à faire face à ces dettes et sur les bases de

---

<sup>1055</sup> Ibidem, p.19

<sup>1056</sup> Voir Classification des risques pays, site de l'OCDE, mis à jour le 20 avril 2017

<sup>1057</sup> Ibidem

laquelle il sera déterminé un intérêt supplémentaire, sous forme du taux de prime, destiné à couvrir ce qui *in fine* est bien un risque de crédit et ou de contrepartie. C'est bien pour cela que cette classification aurait pu représenter une potentielle alternative à la notation si cette dernière ne se fondait pas en partie sur la notation des agences de notation.

**374.** Aussi, il est important de noter que certaines institutions européennes ne semblent manifestement pas prêtes à abandonner ou banaliser la notation émise par les agences de notation. La parfaite illustration de ce propos se trouve parmi les publications économiques et financières de l'institution européenne chargée, *inter alia*, de la gestion de l'euro, de l'élaboration et de la mise en œuvre des politiques économiques et monétaires de l'Union européenne, à savoir la Banque Centrale Européenne (BCE). Un exemple particulièrement frappant de cette utilisation des notations se trouve dans le programme d'achat d'obligations annoncée par la BCE le 22 janvier 2015<sup>1058</sup>. Appelée « *Bazooka monétaire*<sup>1059</sup> » ou « *politique de quantitative easing*<sup>1060</sup> », le programme d'achat d'obligations de la BCE destiné, entre autres, à réduire les taux d'intérêts à long terme de la zone euro, ne peut porter de façon restrictive que sur des titres éligibles. Cette éligibilité se définit à travers quatre critères, à savoir, que « (i) *Les titres doivent être libellés en euros et émis par un gouvernement central d'un État membre dont la monnaie est l'euro, ou par des organismes reconnus, des banques de développement et des organisations internationales situées dans la zone euro. (ii) L'émetteur des titres de créance doit avoir au moins une notation publique fournie par un établissement d'évaluation de crédit externe [en d'autre terme, une OEEC à l'instar de Standard and Poor's, Fitch et Moody's] d'au moins l'Échelle de qualité de crédit 3 dans l'échelle d'évaluation harmonisée de l'Eurosystème (au-dessus de BBB-). (iii) Si l'évaluation de crédit ne respecte pas au moins l'Étape de qualité de crédit 3, les titres ne sont admissibles que s'ils sont délivrés par un État membre dans le cadre d'un programme d'aide financière. (iv) Les titres doivent avoir une échéance minimale de 2 ans et une échéance maximale de 30 ans et 364 jours. (v) Les titres doivent avoir un rendement à l'échéance au-dessus du taux de facilité de dépôt.*<sup>1061</sup> » En d'autres termes, le programme d'achat d'obligations de la BCE ne porte que sur des actifs reconnus comme étant de haute qualité au sens de la notation attribuée auxdits actifs par les structures de notation.

---

<sup>1058</sup> Angelos DELIVORIAS, « *The ECB's Expanded Asset Purchase Programme, Will quantitative easing revive the euro area economy?* » Briefing, Member's Research Service, PE 548.976, European Parliament, February 2015

<sup>1059</sup> Guillaume BENOIT, « *La Banque centrale européenne commence à réduire ses rachats d'actifs* », Les Echos, le 2 avril 2017

<sup>1060</sup> Ibidem.

<sup>1061</sup> Philippe ANDRADE, Johannes BRECKENFELDER, Fiorella De FIORE, Peter KARADI, Oreste TRISTANI, « *The ECB's asset purchase programme: an early assessment* », p.14, footnote 6, ECB Working Paper Series No 1956, September 2016

**375.** De même, concernant le programme d'achat de titres du secteur privé des Etats membres, la BCE avait précisé dans le cadre de ce programme que « *seules les informations relatives à l'évaluation du crédit fournies par un organisme externe d'évaluation du crédit accepté au sein du cadre d'évaluation du crédit de l'Eurosystème seront retenues pour l'évaluation des exigences en matière de qualité du crédit du titre de créance négociable.*<sup>1062</sup> ». A nouveau, c'est une dépendance persistante aux agences de notation qui peut être constatée à travers les politiques de fonctionnement de la Banque Centrale Européenne.

**376.** Au regard de ces éléments permettant la mise en exergue du profond enracinement des comportements, tant privés que publics, de dépendance, une alternative à la notation émise par ces structures apparaît difficilement envisageable. Des lors, cette indubitable dépendance engage nécessairement, afin de juguler les comportements décriés, l'essor d'un véritable contrôle de ces structures.

---

<sup>1062</sup> Décision (UE) 2016/948 de La Banque Centrale Européenne du 1er juin 2016 relative à la mise en oeuvre du programme d'achat de titre du secteur des entreprises, Article 2, 3.

---

## Section II: L'essor d'un véritable contrôle des agences de notation

---

**377.** Tout comme la loi Sarbanes-Oxley avait été adoptée, au lendemain de la faillite d'Enron en 2001, par le législateur américain afin de rétablir la confiance des investisseurs et d'assurer l'intégrité du marché par, *inter alia*, un accroissement sans précédent des mesures de contrôle interne et externe<sup>1063</sup> des cabinets d'audits, il était important que le législateur puisse établir un dispositif de contrôle effectif des agences de notation. L'absence d'alternative concrète des structures dans un contexte réglementaire et de marché particulièrement dépendant rend, en effet, la constitution d'un arsenal de contrôle indispensable.

**378.** Cet impératif de mise en place d'un contrôle des agences de notation n'est pas nouveau et avait déjà fait l'objet des recommandations l'OICV au sein du Code de bonne conduite des agences de notation, publié en décembre 2004<sup>1064</sup> dans un monde post Enron. L'organisation internationale recommandait alors à ce que les agences mettent en place des procédures écrites et des mécanismes internes destinés, dans un premier temps, à identifier, éliminer ou gérer et rendre public, le cas échéant, tout conflit d'intérêt avéré ou potentiel pouvant interférer sur les opinions et les analyses émises par ces structures et leurs employés. Selon ces recommandations, les agences de notation devaient contrôler les relations qu'elles entretenaient avec les émetteurs d'instruments qu'elles notaient afin de ne pas se retrouver dans une relation

---

<sup>1063</sup> William H. DONALDSON, "Testimony Concerning the Impact of the Sarbanes-Oxley Act", Before the House Committee on Financial Services, U.S. Securities and Exchange Commission, April 21<sup>st</sup>, 2005

<sup>1064</sup> OICV, "Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies", p.7, December 3<sup>rd</sup>, 2004, Vers. Rev. May 2008. B. CRA Procedures and Policies 2.6 « *The CRA should adopt written internal procedures and mechanisms to (1) identify, and (2) eliminate, or manage and disclose, as appropriate, any actual or potential conflicts of interest that may influence the opinions and analyses the CRA makes or the judgment and analyses of the individuals the CRA employs who have an influence on ratings decisions. The CRA's code of conduct should also state that the CRA will disclose such conflict avoidance and management measures.* »

pouvant engager une situation de conflit d'intérêts<sup>1065</sup>. Ces recommandations émises dans le cadre d'un Code de bonne conduite dont la valeur contraignante était particulièrement limitée, voire inexistante, ne pouvaient prétendre à l'implémentation d'un véritable encadrement juridique et réglementaire d'un contrôle des agences de notation.

**379.** La récente médecine de guerre réglementaire américaine et européenne incluant, notamment, le Dodd-Franck Act, promulgué le 21 juillet 2010, ainsi que les différents règlements européens dits CRA I<sup>1066</sup>, CRA II<sup>1067</sup> et CRA III<sup>1068</sup> sont venus porter l'ambition d'un tel contrôle des agences de notation, lequel s'articule à travers le développement du contrôle interne (§1) et la réorganisation d'un contrôle administratif (§2).

### **§1) Le développement du contrôle interne**

**380.** La nécessité d'un développement du contrôle interne au sein des agences de notation découle du phénomène post-crise parfaitement illustré par la célèbre expression dont la paternité est attribuée à celui qui est surnommé l'oracle d'Omaha, Warren BUFFETT, « *c'est quand la mer se retire qu'on voit ceux qui se baignent nus* »<sup>1069</sup>. En d'autres termes plus conventionnels, la crise des *subprimes* ainsi que la crise des dettes souveraines ont permis de mettre en exergue, en sus des divers comportements répréhensibles de ces structures, amplement abordés dans les présents travaux, l'absence ou l'inadéquation des procédures et contrôles internes destinés à prévenir, encadrer, les situations pouvant porter à des conflits d'intérêts ainsi qu'à assurer une qualité de la note.

**381.** Ce développement s'est amorcé outre-Atlantique par le Dodd Frank Act, lequel prévoit au sein d'un Sous-titre C intitulé « *Améliorations à la réglementation des agences de notation de crédit* », selon les termes d'une partie intitulée « *Contrôles Internes sur les Processus de Détermination des Notations de Crédit* », qu'en « (A) général - chaque NRSRO doit établir,

---

<sup>1065</sup> Voir sur les recommandations du Code de bonne conduite de l'OIVC, Jean Marc MOULIN, "L'encadrement juridique des activités des analystes financiers et des agences de notation", Revue de Droit bancaire et financier, mars 2004.

<sup>1066</sup> RÈGLEMENT (CE) No 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>1067</sup> RÈGLEMENT (UE) No 513/2011 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n o 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>1068</sup> RÈGLEMENT (UE) No 462/2013 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n o 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>1069</sup> "After all, you only find out who is swimming naked when the tide goes out."

*maintenir, appliquer et documenter une structure de contrôle interne efficace régissant la mise en œuvre et l'adhésion aux politiques, procédures et méthodologies pour déterminer les notations de crédit , en tenant compte des facteurs que la Commission [à comprendre, la Securities and Exchange Commission] peut prévoir par règlement. <sup>1070</sup> »* En plus de cette exigence extrêmement claire relative au contrôle interne, le législateur américain va plus loin en exigeant à ce que soit réalisé un rapport annuel, par chaque agence, afin de rendre compte de l'effectivité dudit contrôle. Ce rapport annuel doit contenir les éléments suivants, à savoir « *(i) une description de l'attribution des responsabilités quant à la gouvernance mise en place dans la NRSRO pour l'implémentation et le maintien d'une structure de contrôle interne efficace en vertu de l'alinéa A) [précité] ; (ii) une évaluation de l'efficacité de la structure de contrôle interne de la NRSRO;*[tout en consacrant ce qui peut être qualifié d'une responsabilité personnelle du dirigeant, en précisant que ce rapport se complètera par une] *(iii) attestation du chef de la direction ou de l'individu équivalent de l'organisme de notation statistique reconnu au niveau national<sup>1071</sup>.* ». Suite à la promulgation de ce texte qui, entre autre, attribue à la SEC la responsabilité d'établir le cadre réglementaire ayant trait aux modalités techniques de mise en place de ce contrôle interne, à l'image, en Europe, des normes techniques de réglementations de l'ESMA, il a fallu attendre le 27 août 2014 pour que le gendarme américain de la bourse définisse cet ensemble de règles.

**382.** Ce nouveau corpus réglementaire vient implémenter 14 obligations visant à ce que les NRSRO établissent, maintiennent, appliquent et documentent une véritable structure de contrôle interne assurant la mise en œuvre ainsi que leur adhésion aux exigences réglementaires, bonnes pratiques et aux méthodologies imposées par la SEC. Ces nouvelles règles requièrent, par exemple, le maintien de « *contrôles raisonnablement conçus pour s'assurer qu'une méthodologie nouvellement développée ou une mise à jour proposée à une méthodologie d'évaluation en cours d'utilisation soit soumise à un processus de contrôle approprié ( via par exemple, par des personnes indépendantes des personnes qui ont développé la méthodologie ou la mise à jour de la méthodologie) ainsi qu'à l'approbation de la direction avant que la méthodologie nouvelle ou mise à jour soit employée par le NRSRO dans le cadre d'une nouvelle*

---

<sup>1070</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203 - 124 Stat.1873, July 21<sup>st</sup> 2010. Subtitle C – Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies. Sec. 932. Enhanced Regulation, Accountability, and Transparency of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. (3) Internal Controls Over Processes for Determining Credit Ratings

<sup>1071</sup> Ibidem, (B) Attestation requirement

notation.<sup>1072</sup> » Aussi, soucieux de la qualité et du caractère évolutif des modèles de notation au regard d'instruments financiers qui ne cessent d'évoluer, la SEC exige de par ces règles la mise en place de « *contrôles raisonnablement conçus pour s'assurer que les méthodologies en cours d'utilisation soient périodiquement revues (par exemple, par des personnes indépendantes des personnes qui ont développé et / ou utilisé la méthodologie) afin d'analyser si la méthodologie doit être mise à jour* <sup>1073</sup> ». Mais encore, afin d'éviter au maximum des comportements individuels pouvant être guidés par le conflit d'intérêt et l'arbitraire le plus total qui peuvent être illustrés par la célèbre expression « *Le titre serait structuré par une vache qu'on lui donnerait sa note* <sup>1074</sup> », la SEC précise que les agences de notation doivent avoir mis en place des « *contrôles raisonnablement conçus pour s'assurer qu'un analyste de crédit documente les étapes prises pour élaborer une notation de crédit initiale ou la surveillance sur une note de crédit existante avec suffisamment de détails pour permettre un examen après-analyse ou un audit interne du fichier de notation afin d'analyser si un analyste a respecté les procédures et méthodologies du NRSRO pour déterminer les notations de crédit; [ainsi que] des contrôles raisonnablement conçus pour s'assurer que le NRSRO effectue des examens périodiques ou des audits internes des fichiers de notation afin d'analyser si les analystes respectent les procédures et les méthodologies du NRSRO pour déterminer les notations de crédit testées.* <sup>1075</sup> » Le non-respect de ces exigences réglementaires exposera toute agence de notation NRSRO à des sanctions de la SEC pouvant aller, notamment, jusqu'au paiement de lourdes amendes.

**383.** Dans l'Union européenne, le cadre réglementaire visant à imposer un contrôle interne<sup>1076</sup> rattaché aux agences de notation a tout d'abord été introduit par le Règlement (CE) 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, dit « CRA I », du 16 septembre 2009<sup>1077</sup>, et ce, sous une forme initialement assez timide. En effet, dans la lignée du Code de bonne conduite de l'OICV, dont le législateur européen se fait apôtre en rappelant dans ses propos préliminaires que « *les agences de notation de crédit devraient [y] adhérer volontairement* », le contrôle

---

<sup>1072</sup> Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 232, 240, 249, and 249b, Release No. 34-72936; File No. S7-18-11, updated October 14, 2014, II. Final Rules and Rule Amendment A Internal Control Structure, p.58

<sup>1073</sup> Ibidem.

<sup>1074</sup> William D. COHAN, « *SEC sues the One Rating Firm Not on Wall Street's Take* », Bloomberg News, October 1<sup>st</sup>, 2012

<sup>1075</sup> Op.Cit. p.59

<sup>1076</sup> Voir sur la notion de contrôle interne, l'article de Henri-Pierre MADERS, Jean-Luc MASSELIN & Hervé FRATTA, « *Contrôle permanent et contrôle périodique, quelles complémentarités* », Revue Banque n 778, Collecte de l'épargne : la délicate machinerie des banques, Novembre 2014. Cet article permet d'apporter un éclairage sur ce qui peut être qualifié d'un contrôle interne dit efficient dans l'esprit du Règlement n 97-02 du 21 février 1997 relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

<sup>1077</sup> RÈGLEMENT (CE) No 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit.

interne prévu dans le CRA I apparaît tout d'abord à travers l'usage de la troisième personne du conditionnel, à savoir que « *les agences de notation de crédit devraient mettre en place des politiques et procédures internes appropriées concernant leurs salariés et les autres personnes associés au processus de notation de crédit pour prévenir, détecter, éliminer ou 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 desdites notations. Au nombre de ces politiques et procédures devraient plus particulièrement figurer les mécanismes de contrôle interne et la fonction de vérification de la conformité.*<sup>1078</sup> » Dans l'analyse de ce paragraphe, le mise en place d'un contrôle interne peut être perçue comme une action doublement laissée à la libre adhésion des structures de notation, tant au regard de l'usage du conditionnel que du fait que les « *mécanismes de contrôle interne*» apparaissent à titre subsidiaire comme pour illustrer un propos qui serait trop vague, imprécis dans son effectivité. Ce droit européen portant sur une action à mettre en œuvre qui se trouve par l'usage du conditionnel incertaine quant à sa réalisation, ne prend pas à ce stade de caractère obligatoire et donc impératif. L'ombre de l'éventuel caractère obligatoire de la mise en place d'un contrôle interne peut être, notamment, aperçu à la lecture de l'article 9 dudit Règlement en ce qu'il dispose que « *l'externalisation de fonctions opérationnelles importantes ne peut pas porter matériellement atteinte à la qualité du contrôle interne de l'agence de notation de crédit ni à la possibilité pour l'autorité compétente de contrôler le respect, par l'agence de notation de crédit, des obligations qui lui incombent en vertu du présent règlement.*<sup>1079</sup> » En effet, si cette disposition traite de la qualité du contrôle interne de l'agence de notation qui ne doit pas être détériorée par une externalisation de fonction opérationnelle c'est donc qu'il peut être considéré que la mise en place dudit contrôle n'est pas aussi incertaine et conditionnelle. Enfin, c'est l'Annexe I de CRA I qui vient éclairer cette recherche du caractère obligatoire rattaché au contrôle interne qui « *devrait* » être mis en place par les structures de notation. A ce niveau, le législateur européen ne se trouve plus sur le palier du conseil ou de la recommandation pouvant être sujet à de multiples interprétations, ce dernier se trouve bien rentré dans le vestibule de la règle de droit quand à ladite Annexe, concernant les exigences organisationnelles ayant trait à d'indépendance et prévention des conflits d'intérêts, il est prévu que « *toute agence de notation de crédit dispose de procédures comptables et administratives saines, de mécanismes de contrôle interne, de procédures efficaces d'évaluation des risques et de dispositifs efficaces de contrôle et de*

---

<sup>1078</sup> Ibidem, paragraphe (26) L.302/4

<sup>1079</sup> Ibidem, Article 9 Externalisation, L 302/13

*saufgarde de ses systèmes informatiques.*<sup>1080</sup> ». De plus, le législateur européen entend préciser l'objectif qui doit être recherché ainsi que clarifier le périmètre destiné à être couvert par ce contrôle interne à savoir que « *ces mécanismes de contrôle interne sont conçus pour garantir le respect des décisions et des procédures à tous les niveaux de l'agence de notation de crédit.* » Afin de rendre ce dispositif le moins perméable aux conflits d'intérêts, il est prévu que cette fonction soit « *indépendante des services chargés des activités de notation de crédit [...]*<sup>1081</sup> ». Cependant, si le législateur européen se trouve bien présent dans le vestibule de la règle de droit, le dispositif sanctionnant cette dernière en lui conférant son caractère contraignant est bien maigre au regard d'un article 36 qui confère aux États membres la détermination « *du régime des sanctions applicables aux violations des dispositions du présent règlement et prennent toute mesure nécessaire pour assurer la mise en œuvre de celles-ci. [...]* » Les illustres trois MAZEAUD rappelaient, dans leur ouvrage intitulé « *Leçons de droit civil* », que « *la règle de droit est sanctionnée par la contrainte -il y a là un caractère spécifique de la règle de droit. Une règle qui ne serait pas obligatoire, ne serait pas une règle de droit.*<sup>1082</sup> ». Ce défaut de contrainte exercée directement par la règle européenne, laquelle se veut d'application directe, vidait d'une certaine façon la règle de droit de son caractère spécifique, de sa substance, ce qui ne permettait pas au règlement CRA I de rentrer véritablement dans l'antichambre d'une règle de droit ayant un caractère contraignant quant à son application. Sur le plan du contrôle interne, le législateur européen au niveau de CRA I était à l'image du caractère de LA BRUYERE, nommé N\*\*, lequel « *arrive avec grand bruit ; il écarte le monde, se fait faire place : il gratte, il heurte presque ; il se nomme : on respire, et il n'entre [finalement] qu'avec la foule*<sup>1083</sup> »

**384.** Le Règlement CRA I prévoyait néanmoins l'émission d'un rapport annuel dit de « transparence », à l'image du rapport précédemment évoqué exigé par le gendarme américain de la bourse, disponible publiquement et qui devait comporter « *des informations détaillées sur sa structure juridique et la détention de son capital, y compris des informations sur les participations[...] sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur*

---

<sup>1080</sup> Ibidem, Annexe I Indépendance et prévention des conflits d'intérêts, Section A Exigences organisationnelles, L 302/23

<sup>1081</sup> Ibidem, L 302/24

<sup>1082</sup> Henri MAZEAUD, Léon MAZEAUD, Jean MAZEAUD, François CHABAS, Michel de JUGLART, « *Leçons de droit civil* », Volume 1, p.23, édition Montchrestien, 1980.

<sup>1083</sup> Jean de la BRUYERE, « *les Caractères* », Chapitre VIII « *de la Cour* », éd. Librairie de Firmin DIDOT Frères, Imprimeur de l'Institut, Rue Jacob, 56. 1845, p.160

*un marché réglementé ; » ainsi qu'«une description des mécanismes de contrôle interne assurant la qualité de ses activités de notation de crédit » et « ; les conclusions du contrôle interne annuel portant sur sa fonction de vérification de la conformité indépendante<sup>1084</sup> » ce qui tendait à renforcer, *per se*, la règle de droit par une obligation de publication faute d'avoir un arsenal de sanctions pour donner une force contraignante à l'application de la règle de droit.*

**385.** C'est avec l'adoption du Règlement européen dit CRA II<sup>1085</sup>, modifiant le Règlement CRA I, que la règle de droit se dote ce qui pourrait être considéré comme son caractère contraignant. En effet, suite au transfert de compétence entre les autorités de contrôle nationales des Etats membres vers l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF)<sup>1086</sup>, le gendarme européen de la bourse peut lorsqu'il constate qu'une agence de notation de crédit a commis une infraction, prévue dans une nouvelle Annexe III (laquelle prévoit une liste des infractions au Règlement CRA I modifié), peut décider de diverses sanctions à l'instar de « *a) retirer l'enregistrement de l'agence de notation de crédit; b) interdire temporairement à l'agence de notation de crédit d'émettre des notations de crédit avec effet dans l'ensemble de l'Union, jusqu'à ce qu'il ait été mis fin à l'infraction; c) suspendre l'utilisation à des fins réglementaires des notations de crédit émises par l'agence de notation de crédit, avec effet dans l'ensemble de l'Union, jusqu'à ce qu'il ait été mis fin à l'infraction; d) exiger de l'agence de notation de crédit qu'elle mette fin à l'infraction; e) émettre une communication au public. »* Dans un article 36 *bis*, l'AEMF peut, lorsqu'elle constate qu'une agence de notation de crédit a délibérément ou par négligence, commis une des infractions listées dans l'annexe précitée, prononcer un certain nombre d'amendes dont les plus importantes peuvent aller de EUR 500 000 à EUR 750 000<sup>1087</sup>.

**386.** Dans le contexte de ces sanctions administratives les faiblesses ou l'absence d'un contrôle interne peut être une circonstance particulièrement aggravante. Ledit règlement prévoit en effet que lorsqu'il prend une décision de sanction l'AEMF « *tient compte de la nature et de la gravité de l'infraction, en fonction des critères suivants[...] si l'infraction a révélé des faiblesses sérieuses ou systémiques affectant les procédures de l'entreprise ou ses systèmes de gestion ou dispositifs de contrôle interne; <sup>1088</sup>»* et de préciser que « *l'agence de notation de crédit enfreint [le règlement] en ne disposant pas de procédures comptables ou administratives*

---

<sup>1084</sup> Op.Cit. L 302/24

<sup>1085</sup> RÈGLEMENT (UE) No 513/2011 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n o 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>1086</sup> Voir page 192 des présents travaux concernant la compétence de l'AEMF sur les agences de notation

<sup>1087</sup> Op.Cit, Article 24 Mesures de surveillances mises en œuvre par l'AEMF, paragraphe 1, L 145/42

<sup>1088</sup> Ibidem

saines, de mécanismes de contrôle interne, de procédures efficaces d'évaluation des risques ou de dispositifs efficaces de contrôle ou de sauvegarde de ses systèmes de traitement de l'information; ou en ne mettant pas en œuvre ou en ne maintenant pas les procédures de prise de décision ou les structures organisationnelles requises [...] <sup>1089</sup> ».

**387.** Mais encore l'Annexe IV du Règlement CRA II prévoit la « *liste des coefficients liés à des circonstances aggravantes et atténuantes pour l'application de l'article 36 bis, paragraphe 3* <sup>1090</sup> ». En application des dispositions de la présente Annexe, si d'aventure la commission de l'infraction révélait des « *faiblesses systémiques dans l'organisation de l'agence de notation de crédit, notamment dans ses procédures, ses systèmes de gestion ou ses dispositifs de contrôle interne* <sup>1091</sup> » l'AEMF appliquera « *un coefficient de 2,2* <sup>1092</sup> » aux montants susmentionnés.

**388.** De ce fait, cet arsenal de sanctions de l'AEMF, introduit par le Règlement CRA II, confère une véritable force contraignante à cette obligation de mise en place d'un contrôle interne effectif au niveau des agences de notation et dote la règle de droit de la spécificité nécessaire à son application. Le Règlement CRA III <sup>1093</sup> viendra préciser, à la marge quelques notions relatives au contrôle interne, notamment concernant l'importance d'en documenter la structure. Ainsi, les agences de notation, en application dudit Règlement, « *établissent, maintiennent, mettent en œuvre et documentent une structure de contrôle interne efficace régissant l'application des politiques et des procédures en vue de prévenir et d'atténuer les conflits d'intérêts éventuels et de garantir l'indépendance des notations de crédit, des analystes de notation et des équipes de notateurs vis-à-vis des actionnaires, des organes d'administration et de direction, ainsi que des activités de vente et de marketing. [...]* <sup>1094</sup> »

**389.** Outre une règle de droit qui se voit renforcée par un caractère contraignant <sup>1095</sup>, sans quoi la réglementation européenne concernant le contrôle interne des agences de notation aurait pu être comparable aux recommandations du Code de bonne conduite de l'OICV, cette règle, ayant trait à la mise en œuvre d'un contrôle interne des agences de notation, n'est pas restée

---

<sup>1089</sup> Ibidem, Annexe III liste des infractions visées à l'article 24, paragraphe 1, et à l'article 36 bis, paragraphe 1

<sup>1090</sup> Ibidem, Annexe IV liste des coefficients liés à des circonstances aggravantes et atténuantes pour l'application de l'article 36 bis, paragraphe 3, L 145/51

<sup>1091</sup> Ibidem

<sup>1092</sup> Ibidem

<sup>1093</sup> RÈGLEMENT (UE) No 462/2013 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n o 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>1094</sup> Ibidem, paragraphe 22 L 146/6

<sup>1095</sup> A noter qu'au 30 septembre 2014, la Commission Européenne avait adoptée trois règlements délégués établissant les normes techniques indispensables pour la bonne mise en œuvre des dispositions les plus importantes du règlement CRA I, tel que modifié par les deux autres règlements.

qu'une réglementation purement théorique. Cette obligation concernant, *inter alia*, la mise en œuvre d'un contrôle interne a pu connaître l'épreuve du feu, et ce, notamment à travers la sanction prononcée par l'AEMF dans une décision du 24 juin 2015 à l'encontre non pas des trois agences de notation, dont l'analyse est réalisée dans les présents travaux, mais à l'encontre d'un de leurs concurrents DBRS Ratings Limited<sup>1096</sup>. Cette décision de l'AEMF, qui fera l'objet de commentaires plus détaillés dans une section ultérieure, sanctionne l'agence de notation DBRS pour avoir manqué aux obligations ayant trait notamment au maintien d'un mécanisme de contrôle interne effectif. Cette décision du régulateur européen des marchés démontre, *inter alia*, l'importance de la réorganisation d'un contrôle administratif pour assurer un contrôle effectif et efficace des agences de notation.

## **§2) La réorganisation du contrôle administratif**

**390.** Si le dispositif administratif censé contrôler les agences de notation existe en France depuis 2003, suite à l'adoption la Loi de Sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003<sup>1097</sup>, et aux Etats-Unis depuis 2007, après la promulgation du *Credit Rating Agencies Reform Act* de 2006, les récentes crises des *subprimes* et des dettes souveraines ont motivé une complète réorganisation dudit contrôle. Pour rappel<sup>1098</sup>, le dispositif initial de contrôle prévu par les deux législations susmentionnées attribuait, pour le premier, à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et à la *Securities and Exchange Commission* (SEC) le contrôle des agences de notation.

**391.** Dans cette dynamique de réorganisation, le législateur américain avait mandaté la SEC, aux termes de la Section 932 du *Dodd Frank Act* de 2010<sup>1099</sup>, pour la création en son sein d'un Bureau des notations de crédit (*Office of Credit Ratings*) dont la mission principale serait de seconder le gendarme américain de la bourse dans la création, l'implémentation et le contrôle de la bonne application des nouvelles règles ayant trait aux agences de notation<sup>1100</sup>. Dans le cadre de sa mission, ce Bureau, institué véritablement en 2012, a notamment pour impératif premier la surveillance des pratiques des agences de notation dans leurs processus d'émission

---

<sup>1096</sup> ESMA, Board of supervisors, Decision ESMA 2015/1048 of 24 June 2015, DBRS Ratings Limited

<sup>1097</sup> LOI n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière, JO n° 177 du 2 août 2003 (n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003).

<sup>1098</sup> Voir page 192 des présents travaux.

<sup>1099</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203 - 124 Stat.1877, July 21<sup>st</sup> 2010. (1) Establishment of Office of Credit Ratings (A) Office Established – The Commission shall establish within the Commission an Office of Credit Ratings to administer the rules of the Commission

<sup>1100</sup> Securities And Exchange Commission, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, p.4, December 2016. III. Activities Relating to NRSRO's A. Activities

des notations afin que ces derniers soient exempts de tout potentiel conflit d'intérêts, et ce, dans l'intérêt public et des investisseurs, la protection de l'investisseur, des utilisateurs des notations de crédit par la surveillance des agences de notation.

**392.** La Section 932 du *Dodd Frank Act* donne aussi à la SEC le pouvoir de révoquer ou de suspendre une NRSRO pour la couverture d'une certaine catégorie d'instruments financiers si la Commission constate que la notation concernant cette catégorie d'instruments n'est pas exacte ou précise. Par exemple, si la SEC considère que la notation rattachée à une obligation du secteur privé émise par une NRSRO se trouve biaisée par des éventuels conflits d'intérêts, elle peut décider de suspendre la couverture des obligations du secteur privé des catégories d'instruments financiers pour lesquelles l'agence de notation avait été enregistrée comme NRSRO.<sup>1101</sup> Il est des interprétations qui considèrent que la Section 932 introduit une sanction pour l'émission de notes biaisées ou qui serait trop optimistes, et ce, du fait que les agences sont rarement décriées pour avoir un comportement trop conservateur *per se*. Les cas de détérioration d'une notation, à l'exemple du cas de la Grèce<sup>1102</sup>, sont le fruit d'une activité procyclique, et non d'anticipation, amorcée par un événement déclencheur externe à l'analyse à l'origine de la notation. Dans le cas de la Grèce l'élément déclencheur était l'annonce de Georges PAPANDREOU du 5 novembre 2009<sup>1103</sup>.

**393.** Dans l'Union européenne, la réorganisation du contrôle administratif des agences de notation a été amorcé, en premier lieu, par la procédure d'enregistrement introduite par l'article 14 du Règlement européen CRA I et, en second lieu, par l'article 23 de ce dernier, lequel prévoit que les autorités compétentes, qui devront être désignées par chaque Etat membre au plus tard le 7 juin 2010<sup>1104</sup>, soient investies des « *pouvoirs de surveillance et d'enquêtes nécessaires à l'exercice de leurs fonctions*<sup>1105</sup> ». Ce pouvoir de surveillance et d'enquête s'exerçait, conformément aux termes dudit Règlement, « *(a) directement* » sur lesdites agences, sans avoir besoin d'un recours préalable à une autre autorité administrative ou judiciaire, mais prévoyait tout de même que cette surveillance se fasse « *(b) en collaboration avec d'autre autorité* », à l'instar de l'Autorité de la concurrence pour le cas Français, « *(c) ou par saisine des autorités judiciaires compétentes* », quand le cas relevait initialement ou a posteriori des autorités

---

<sup>1101</sup> Valentin DIMITROV, Darius PALIA & Leo TANG, "Impact of the Dodd-Frank Act on Credit Ratings", p.9, Journal of Financial Economics, University of Rochester, April 2<sup>nd</sup>, 2014

<sup>1102</sup> Voir le paragraphe des présents travaux dédiée à la remise en cause de l'Union Monétaire Européenne

<sup>1103</sup> Voir note de bas de page 393

<sup>1104</sup> En vertu de l'article 22 dudit Règlement

<sup>1105</sup> RÈGLEMENT (CE) No 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, Article 23 – Pouvoirs des autorités compétentes

judiciaires. Ces pouvoirs d'investigation s'articulent notamment autour des prérogatives permettant à l'autorité compétente d'effectuer, si elle le juge nécessaire, des contrôles sur place et sur pièce, et ce, sans préavis et d' « *exiger les informations de toute personne et, si nécessaire, convoquer et entendre toute personne pour en obtenir des informations* » ou tout « *enregistrements téléphoniques et d'échanges de données*<sup>1106</sup>».

**394.** Dans son préambule, le Règlement CRA II du 11 mai 2011 avait rappelé l'importance, suite aux recommandations du rapport LAROISIERE<sup>1107</sup>, de la création d'un système européen de surveillance financière afin de « *rehausser la qualité et la cohérence de la surveillance nationale, renforcer le contrôle des groupes transfrontalier* » ainsi que d'harmoniser le cadre réglementaire dans un secteur, celui des marchés financiers, qui peut être particulièrement vecteur de forte instabilité, notamment, si dans le cadre réglementaire CRA I se trouvait des possibilités d'arbitrage entre les différents Etats membres. Si le Règlement (EU) n 1095/2010<sup>1108</sup> du Parlement européen et du Conseil a institué l'Autorité européenne des marchés financiers, c'est le Règlement CRA II qui transfère les compétences attribuées, au sein du règlement précédent CRA I, aux autorités compétentes des Etats membres vers l'Autorité européenne. L'article 40 bis du Règlement CRA II prévoit à ce titre que « *toutes les compétences et missions liées aux activités de surveillance et d'exécution dans le domaine des agences de notation de crédit qui ont été conférées aux autorités compétentes, qu'elles agissent ou non en tant qu'autorités compétentes de l'Etat membre d'origine, et aux collèges des autorités de surveillance [...] expirent le 1<sup>er</sup> juillet 2011* » du fait que l'AEMF se voit attribuer un « *pouvoir exclusif de supervision directe des agences de notation, lequel comprend une compétence en matière d'enregistrement et de contrôle*<sup>1109</sup>. »

**395.** Cette réorganisation administrative apparaît un dispositif prometteur, spécifiquement, sur le plan du pouvoir d'investigation renforcé par des sanctions qui ont, en partie pu être évoqué dans le paragraphe précédent. Ce dispositif de contrôle a notamment pu être mis en œuvre dans le cas de l'agence de notation DBRS Rating Limited (DBRS), qui s'est vu sanctionnée par le conseil des autorités de surveillance de l'AEMF, dans une décision du 24 juin 2015, pour avoir manqué aux obligations prévues aux termes du Règlement CRA I, tel que modifié par les Règlements CRA II et III, et plus spécifiquement au regard des points 3, relatif

---

<sup>1106</sup> Ibidem.

<sup>1107</sup> The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report, dit Rapport de LAROISIERE, pp.23-24, February 25th, 2009

<sup>1108</sup> Règlement (UE) No 1095/2010 du Parlement Européen et du Conseil du 24 novembre 2010, instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision No716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/ce/ de la Commission.

<sup>1109</sup> AMF, Rapport 2011 sur les Agences de notation

aux politiques et procédures adéquates afin de garantir le respect des obligations dudit règlement, 4, relatif aux procédures comptables et administratives saines et des mécanismes de contrôle interne, 5 et 6 de la Section A portant sur les exigences opérationnelles de l'Annexe I ayant trait à l' «*indépendance et prévention des conflits d'intérêt* » rattachées aux agences de notation, et du point 7 de la Section B, relative aux exigences opérationnelles, de ladite Annexe.

**396.** En l'espèce, DBRS Ratings Limited est la filiale britannique d'une agence de notation, d'origine canadienne, ayant des activités internationales principalement au Canada et aux États-Unis. Le 31 octobre 2011, cette agence avait été enregistrée auprès de l'AEMF pour la poursuite de ses activités dans l'Union européenne, conformément aux exigences de CRA I et fait partie d'un groupe d'entreprises qui exploite également des agences de notation au Canada et aux États-Unis. Environ six mois après son enregistrement, l'AEMF a mené une enquête, portant, notamment, sur la gouvernance d'entreprise ainsi que sur les fonctions de conformité et les mécanismes de contrôle interne de ladite agence. Dans cette enquête, le gendarme européen de la bourse a couvert la période allant de l'enregistrement de l'agence jusqu'au 1er juillet 2012. Les conclusions de cette enquête révélaient la présence d'indices sérieux mettant en exergue « *l'existence éventuelle de faits susceptibles de constituer une ou plusieurs des infractions* » au Règlement CRA I. Les éléments du dossier ont alors été confiés à un enquêteur indépendant qui a procédé à leur revue et a soumis ses conclusions au conseil des autorités de surveillance de l'AEMF. Au regard des dispositions réglementaires susmentionnées, des éléments de preuves présentés à l'organe de sanction de l'AEMF et sur les motifs que « *Le département de conformité de DBRS n'a pas prévu en juin 2012 un plan de travail formel;* », « *Les enregistrements de conformité de DBRS étaient au mieux incomplets* » et qu' « *aucune activité d'évaluation des risques n'a été effectuée par DBRS entre l'inscription et juillet 2012.* <sup>1110</sup>», cette agence de notation s'est vu imposer une amende de EUR 30.000 ainsi que la publication de la décision de sanction.

**397.** Si la sanction financière apparaît d'une légèreté déroutante considérant qu'il se traite, dans le cas d'espèce, principalement de violations, relatives à certains des points de la Section A de l'Annexe I du Règlement, constitutives d'infractions<sup>1111</sup> passibles d'amendes pouvant aller de 500 000 EUR à 750 000 EUR, une explication peut sans doute émerger du rappel des faits exprimés, ci-dessus. En effet, il est assez surprenant qu'une agence de notation, six mois

---

<sup>1110</sup> ESMA, Board of supervisors, Decision, 24 June 2015, DBRS Ratings Limited, ESMA/2015/1048, p.4

<sup>1111</sup> En effet les violations des points 3, 4, 5 et 6 de la Section A de l'Annexe I, sont constitutives des infractions listées aux points 11 (pour la violation du point 3), 12 (pour celle du point 4), 13 (pour celle du point 5) et 14 (pour celle du point 6) de l'Annexe III du Règlement CRA I<sup>1111</sup>, tel que modifié.

après son enregistrement, soit sujette à une enquête de l'AEFM portant sur des éléments que cette même autorité aurait justement dû contrôler dans le cadre de la procédure d'enregistrement de cette agence qui a pourtant bien été enregistrée le 31 octobre 2011. En ce même jour, Steven MAIJOOR, directeur de l'AEFM, affirmait pourtant dans le communiqué ayant trait à cet évènement que « *les enregistrements de DBRS, Fitch, Moody's et S&P font suite à un examen attentif et coordonné des dossiers par le collège des autorités nationales compétentes des Etats membres de l'UE. Les évaluations pour ces enregistrements couvraient, inter alia, des questions telles que l'indépendance, la gouvernance et la transparence des agences de notation*<sup>1112</sup>. » Il convient de rappeler que dans le cadre de la procédure d'enregistrement le Règlement CRA II précisait que *les informations que doit fournir une agence de notation de crédit aux fins de sa demande de certification et d'évaluation de son importance systémique pour la stabilité financière ou l'intégrité des marchés financiers, la présentation (structure, méthode et période de notation) des informations qu'elle est tenue de divulguer, d'évaluation de la conformité des méthodes de notation [...]*<sup>1113</sup>. Mais le Règlement CRA I prévoyait déjà, en son annexe II, que devait figurer, au titre des informations à fournir dans la demande d'enregistrement, la « *description des méthodes et procédures appliquées pour émettre des notations de crédit et les réexaminer* » ainsi que les « *politiques et procédures appliquées pour détecter, gérer et divulguer les conflits d'intérêts éventuels* ». Au regard de ces éléments, il pourrait être considéré, d'une part, que les informations communiquées lors de l'enregistrement des structures susmentionnées, aux titre desquelles figurait DBRS, n'ont pas été aussi attentivement examinées que l'affirmait Steven MAIJOOR et que cette sanction représente une certaine défaillance du contrôle effectif des agences de notation. D'autre part, une sanction trop importante aurait pu avoir un effet négatif, sur la procédure d'enregistrement, dans la mesure où les violations constatées dans la décision de l'AEMF se trouvent être le fruit d'un contrôle administratif encore trop balbutiant. Aussi, il est assez regrettable de constater que cette sanction est en quelque sorte issue d'un certain amateurisme du contrôle administratif qui aurait dû être plus exigeant dans le cadre de la procédure d'enregistrement des agences de notation et dont la réorganisation est toujours d'actualité.

**398.** Mais encore, selon Thierry BONNEAU, cette décision quelque peu symbolique de l'AEMF « *permet d'apporter des précisions et des indications qui permettent d'éclairer la portée du règlement* » CRA I, et ce, notamment sur ce qu'entend le législateur européen quand

---

<sup>1112</sup> ESMA "DBRS, Fitch, Moody's and S&P receive EU Registration", ESMA Press Release, ESMA/2011/360, 31 October 2011

<sup>1113</sup> Point (11) CRA II

il traite de la mise en place des obligations relatives aux « *procédures comptables et administratives et aux mécanismes de contrôle interne (pt 4, sect. A, ann. 1), auxquelles se réfère l'annexe 3 qui énumère les infractions* [l'AEMF considère dans sa décision que] *les dispositifs qui font en sorte que le conseil d'administration et l'organe appelé « Executive group » agissent ensemble ne sont pas équivalentes à ces dispositions.*<sup>1114</sup> » DBRS qui arguait avoir mis en place ces procédures et mécanismes se retrouve face à l'expression d'une certaine instabilité juridique sur des notions dont le contour a été dessiné par la jurisprudence administrative de l'AEMF, de trois règlements délégués et normes techniques de réglementation postérieurs à son enregistrement. Toutefois, comme le rappelle Thierry BONNEAU, l'appréciation de l'insuffisance des procédures et mécanismes internes de DBRS « *n'est guère contestable car cette seule règle est bien loin de satisfaire aux prescriptions posées par l'annexe 1 du règlement : il suffit de lire celle-ci pour s'en convaincre.* » Enfin, il est aussi regrettable que la décision du gendarme de la bourse européen n'ait pu être motivé concernant les autres infractions sanctionnées, car si l'Autorité européenne considère que DBRS a violé les points 5 et 6 de la Section A portant sur les exigences opérationnelles relatives à l'«*indépendance et [la] prévention des conflits d'intérêt* », et du point 7 de la Section B, les éléments constitutifs d'une telle violation ne sont pas précisés comme ce fut le cas pour les deux premières infractions.

**399.** Cette décision est la parfaite illustration des ambitions d'un régulateur européen dont les « *ailes de géant l'empêchent de marcher*<sup>1115</sup> », sanctionnant indirectement un jour ce qui furent ses manquements de la veille dans le cadre d'une procédure d'enregistrement encore inaboutie. Néanmoins, il est fort à propos de considérer qu'une fois achevé, le cadre réglementaire ayant trait aux agences de notation, qui n'aura eu d'effet que de construire un (autre) régime spécial pour ces structures, devra être à nouveau réformé car les enjeux d'alors auront changés, d'où l'importance de banaliser l'information émise par les agences de notation.

---

<sup>1114</sup> Thierry BONNEAU, « *Agences de notation – Sanction ESMA - ESMA, Board of supervisors, Decision, 24 June 2015, DBRS Ratings Limited, ESMA 2015/1048* », n° 5, Comm. 175, Revue de droit bancaire et financier, Septembre Octobre 2015

<sup>1115</sup> Charles BAUDELAIRE, « *L'Albatros* », Les Fleurs du Mal, 1861

## Chapitre II : La nécessaire banalisation de la notation

« Il faut banaliser les agences pour qu'elles puissent donner une opinion comme une autre que l'on peut utiliser ou pas. Le régulateur doit extraire ces agences de la régulation pour en faire des organismes privés quelconques » Michel Aglietta, 18 janvier 2012

---

**400.** Les récentes évolutions réglementaires visant à sécuriser le marché des dérivés de gré à gré, à l'image de l'adoption du règlement européen « EMIR » du 4 juillet 2012 et des divers règlements de la SEC pris en application du Dodd-Frank Act de 2010, ainsi que les nouveaux standards internationaux destinés à renforcer le système bancaire et financier<sup>1116</sup>, ont conduit à la multiplication des besoins en instrument financiers, de haute qualité, placés en garantie des opérations financières pouvant aller, par exemple, d'une transaction sur un produit dérivé négocié de gré à gré ou de la mobilisation d'un matelas réglementaire de fonds propres destinés à sécuriser des expositions d'un établissement de crédit au regard des divers encours que ce dernier aurait consenti. Le collatéral présenté comme la «  *pierre angulaire*  » des marchés financiers, véritable «  *matière première précieuse* <sup>1117</sup> » de ces derniers, est en passe de devenir l'objet d'une bourse électronique organisée par la société Euroclear, acteur majeur des marchés, bien connue pour ses services, *inter lia*, de compensation, règlement-livraison et de dépositaire central. En effet, Cyril LOUCHTCHAY de FLEURIAN, d'Euroclear, précisait que cette Bourse du collatéral aura pour objectif de «  *fluidifier le marché, en faisant converger tous les besoins de collatéral autour d'une même plateforme d'échange, à la fois les banques, mais aussi les gérants d'actifs* <sup>1118</sup> » et ce, afin qu'un investisseur institutionnel, à l'exemple d'une banque ou d'un fonds de pension, puisse, s'il le souhaite, mobiliser une partie de ses titres de haute qualité en faveur d'une autre contrepartie institutionnelle qui en aurait momentanément

---

<sup>1116</sup> Voir page 208 des présents travaux, paragraphe 2 sur la responsabilité prudentielle internationale

<sup>1117</sup> Séverine LÉBOUCHER, «  *Le Collatéral, pierre angulaire des marchés financiers*  », Revue Banque n 745, Solvabilité 2: un nouveau départ pour les offres aux assureurs, février 2012.

<sup>1118</sup> Guillaume BENOIT, «  *Une Bourse du collatéral va voir le jour à Paris*  », Les Echos, Le 30 mai 2017

besoin au regard d'une exposition sur une transaction nécessitant une mobilisation de collatéral. Ce nouveau marché du collatéral repose sur des sous-jacents, instruments financiers, dont la qualité se trouve là encore estimée au moyen des notations émises par les agences.

**401.** Loin d'un affranchissement des agences de notation ou d'une banalisation de la notation, ces récentes réglementations et le développement de ce marché du collatéral démontrent à quel point, comme le soulignait Laurence BOY, « *la place du système économique parmi les systèmes sociaux est aujourd'hui déterminante ; elle est à l'origine des mutations du système juridique*<sup>1119</sup> ». En sus de ce qui peut être qualifié d'un véritable droit de la notation, analysé au fil des chapitres précédents, cette situation de marché, dans l'état actuel de la réglementation, persiste à confier un rôle central aux pouvoirs privés économiques aux titres desquels siègent les agences de notation.

**402.** Dans un tel contexte, le maintien de la stabilité des marchés, indissociable d'un l'ordre public économique, et la banalisation de la notation ne peut se faire qu'au prix d'un retour du régulateur (**Section I**) dans ses fonctions de filtre du marché, fonction qu'il a trop longtemps négligé au profit des pouvoirs privés économiques. Cependant, cette émancipation de la notation ne peut se faire, et ce, à contre-courant de la doctrine et du mouvement protectionniste réglementaire actuel, qu'avec la responsabilisation de l'investisseur (**Section II**) qui s'est vu au fil du temps infantilisé en vertu de ce qui être qualifié de véritable droit à l'investissement, consacré notamment par les diverses législations adoptée concernant les agences de notation et par l'adoption de la Directive 2014/65/UE dit « MIFID II ».

---

<sup>1119</sup> Laurence BOY, « *L'interprétation en droit économique : facteur d'harmonisation ?* », issu de la publication commune de Laurence Boy, Jean-Baptiste RACINE, Fabrice SIIRIAINEN, « *Pluralisme juridique et efficacité du droit économique* », p.4, Bruxelles, Larcier, Droit-Economie internationale, 2011.

---

## Section I :

# L'indispensable retour du régulateur au service de l'ordre public économique

---

**403.** Quelques années avant la crise des *subprimes* et des dettes souveraines, le Professeur Eric BROUSSEAU s'était interrogé sur la capacité des marchés à pouvoir s'autoréguler<sup>1120</sup>. Même si cette interrogation n'est pas récente et se trouve être un des points fondamentaux de conflits entre les courants interventionnistes et libéraux, dont l'une des illustrations se retrouve dans l'opposition entre les théories d'un certain interventionnisme éclairé de John Maynard KEYNES et celles prônant une complète autorégulation des marchés du français Jean-Baptiste SAY<sup>1121</sup>, la défaillance des agences de notation *vis-à-vis* d'un marché dont elles étaient supposées opérer le filtre est un élément de réponse assez révélateur. Si le Professeur BROUSSEAU reconnaît l'indéniable capacité des marchés à s'autoréguler, il remet, néanmoins, en cause le caractère efficace de cette autorégulation et souligne que cette dernière ne pourrait pas éviter « *leur propre effondrement catastrophique* <sup>1122</sup>».

**404.** La délégation règlementaire<sup>1123</sup> qui avait été conférée sans discontinuité par le régulateur en faveur des agences de notation depuis le *Glass-Steagall Act* de 1933<sup>1124</sup> jusqu'aux accords de Bâle III de 2010, en dehors du choix critiquable du délégué dont l'historique démontrait déjà des défaillances quant à sa fiabilité, aurait pu fonctionner dans un contexte de marché selon lequel la rémunération des agences de notations ne relevait pas du même intérêt

---

<sup>1120</sup> Eric BROUSSEAU, "Les marchés peuvent-ils s'autoréguler?", Cahiers Français N 313-2003, mars - avril 2003

<sup>1121</sup> Même si plus d'un siècle sépare les théories des deux économistes, cette opposition demeure célèbre par le biais de l'ouvrage de John Maynard KEYNES intitulé "Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie", éd. Payot, 1942. Bien que la théorie économique de KEYNES ne puisse pas se limiter à un caractère interventionniste, il n'en demeure pas moins que l'ouvrage cité s'oppose à SAY sur un terrain qui est bien celui de l'interventionnisme.

<sup>1122</sup> Eric BROUSSEAU, Op.Cit.

<sup>1123</sup> Voir la Section I des présents travaux sur la politique publique de *delegated monitoring* : L'institutionnalisation d'une influence

<sup>1124</sup> Voir point précédent sur cette réglementation p.100 et p.103.

que celui des émetteurs de dettes, qu'elles soient structurées ou non. Le changement du modèle de rémunération des agences de notation aurait dû être suivi de mesures réglementaires visant à modifier les termes de cette délégation réglementaire dont le créancier, lésé, se trouve être *in fine* l'intérêt général.

**405.** Dans la défense d'un idéal par lequel le régulateur doit être vecteur d'équilibre entre les rapports de force exercés par les intérêts privés afin qu'ils ne puissent pas prendre le dessus sur l'intérêt général, il est particulièrement important que le régulateur puisse de nouveau être au service de l'ordre public économique en renouant le Gleipnir de son autorité sur le marché et ainsi que sur le filtre permettant l'accès à ce dernier. En effet, si « *le droit de la régulation économique se met en place, en grande partie sur les cendres de l'organisation économique construire autour de monopoles d'Etat en charge des services publics et dans la perspective de la mondialisation*<sup>1125</sup> » l'image des faillites privées (à l'exemple de Lehman Brothers et Merrill Lynch) et publiques (à l'exemple de la Grèce et du Portugal) et l'apparition de paupérisation violente, à l'image du taux de familles sans abris dans l'Etat de New York ayant augmenté de plus de 40% entre juillet et novembre 2008<sup>1126</sup>, implique le retour d'un certain colbertisme réglementaire dans lequel l'Etat retrouve une place prépondérante, quant à l'accès au marché, ainsi qu'une banalisation plus audacieuse des agences de notation. Ces deux objectifs ne se feront qu'au prix de la simplification des produits notés (§1) et d'accords internationaux sur la maîtrise du risque de crédit, sorte de Bretton Woods de la maîtrise du risque (§2)

---

<sup>1125</sup> Marie-Anne FRISON-ROCHE, "Définition du droit de la régulation économique", p.126 -128, Concurrence-Distribution Recueil Dalloz, 2004 No2,

<sup>1126</sup> Barbara SARD, "Number of Homeless Families Climbing Due To Recession, Recovery Package Should Include New Housing Vouchers and Other Measures to Prevent Homelessness", Center on Budget and Policy Priorities, Economic Recovery Watch, January 8<sup>th</sup>, 2009.

## **§1) La nécessaire simplification des produits notés**

**406.** La dette dont la notation est (trop) théoriquement censée révéler la solvabilité du débiteur n'est plus, et ce, depuis bien longtemps limitée à la créance détenue par un établissement de crédit sur un emprunteur, même cette dernière en demeure le sous-jacent initial, parfois de façon très lointaine. Le mécanisme expliquant une telle situation est la titrisation. S'il a déjà pu être démontré dans les présents travaux que la titrisation a été un moteur indispensable à l'essor et dans le développement de la notation<sup>1127</sup>, la limitation de l'usage de ce mécanisme pourrait à contrario représenter un moyen de limiter l'influence de la notation et donc des agences qui émettent ces dernières.

**407.** Dans le cadre d'un marché transparent et efficient, la titrisation peut être bénéfique sous de nombreux aspects pour l'économie, dans son ensemble, et le système financier. En effet, ce mécanisme de mobilisation de créance, dont le financement résulte d'une émission de titre sur un marché, permet une diminution sensible du coût du crédit, une diversification des sources de financement pour les entreprises et les banques, une réduction des coûts de financement ainsi qu'un transfert de risque, dans une certaine mesure, vers un véhicule de titrisation puis vers l'investisseur, ayant un impact comptable non négligeable, notamment, pour les banques.

**408.** Le problème intrinsèque lié à la titrisation est celui de l'information concernant la créance initiale, ou du moins de celle ou celles qui vont faire l'objet d'une émission de titres. Cette information a tendance à se diluer au fur et à mesure de la chaîne de titrisation, en fonction de la complexité de cette dernière. De fait, l'investisseur ayant acquis un titre via une transaction sur un marché financier va en fonction de la structuration liée à l'émission dudit titre avoir plus ou moins d'information sur la créance initiale. Par exemple, dans le cas d'une simple obligation qui serait émise par un groupe de constructeurs automobiles, l'investisseur aura tout loisir, en sus de la documentation d'information émise dans le cadre de l'émission obligataire, de suivre l'information financière publique disponible sur ce même groupe automobile afin de s'enquérir de la solvabilité de ce dernier et donc d'apprécier en investisseur lambda la solidité de son placement. Dans ce cas de figure, la notation émise par une agence n'aurait pas pour un investisseur consciencieux, dans sa recherche d'information sur l'investissement qu'il s'apprête à faire, de grande valeur ajoutée. Cependant, pour l'investisseur qui n'est pas apte à pouvoir

---

<sup>1127</sup> Voir le paragraphe dédié à l'essor de la titrisation: moteur du développement de la notation, p.119

comprendre tant le support sur lequel il souhaite investir que l'information ayant trait à la solvabilité de l'émetteur, la notation revêt la fonction de ce qui pourrait être comparé à une réclame décidant un consommateur à acheter un pot de confiture en tête de gondole au dépens de celui qui se trouve en plein rayon d'une grande surface.<sup>1128</sup> Toutefois, quand il s'agit d'instruments financiers émis par des véhicules de titrisation présentant des niveaux de sophistication ou de complexité élevés à l'exemple d'ABS (*Asset Backed Securities*), de CDO (*Collateralised Debt Obligation*), MBS (*Mortgage Backed Securities*) ou CPDO (*Constant Proportion Debt Obligations*), l'information concernant l'emprunteur initial n'est plus du tout évidente et c'est bien dans ces schémas complexes où la notation s'est révélée être d'une importance capitale tant au niveau du processus de fixation du prix initial de l'instrument financier que de sa commercialisation auprès des investisseurs. Dans ce contexte, la notation apparaissait et apparaît toujours<sup>1129</sup> au niveau de l'investisseur comme une synthèse de la solidité du titre sans pour autant rentrer sur sa compréhension qui se veut complexe. Néanmoins, c'est bien les ABS, CDO MBS et autres instruments complexes qui se sont fait les catalyseurs de la crise des *subprimes*, comme l'a rappelé la *Financial Crisis Inquiry Commission* du gouvernement américain, en propageant une quantité astronomique d'emprunts toxiques, via les marchés financiers, qui « *recevaient également les notes triple A que les investisseurs croyaient attester de leur qualité et de leur caractère sûr*<sup>1130</sup> ». La complexité des structurations menant aux opérations de titrisation était telle que la seule information pouvant être digérée dans un contexte de marché était celle fournie par les agences de notation à travers leur notation, le plus souvent défailante.

**409.** Sur ce point, Michel AGLIETTA considérait à juste titre que « *la chaîne de titrisation est un processus de déperdition de l'information sur la capacité des emprunteurs ultimes à*

---

<sup>1128</sup> Le rôle de l'investisseur dans le cadre de l'influence des agences de notation sera traité dans la dernière section des présents travaux.

<sup>1129</sup> Dans le rapport de la *Securities Industry and Financial Markets Associations*, regroupant les principaux acteurs du marché de la titrisation américain, intitulé "*U.S Securitization Year in Review*" publié le 4 avril 2017, il est indiqué en page 2 que les émissions de MBS et d'ABS sont passées de USD 2 milliards de milliards (USD2 trillion), en 2015, à USD 2.2 milliard de milliards (USD 2.2 trillion) pour l'année 2016, soit une augmentation d'environ 10 pourcents sur ces titrisations complexes. Il peut être constaté le détail en page 6 dudit rapport que la titrisation de crédit subprime est passée d'un volume de USD 24 milliards, en 2012, à 41 milliards pour 2016. Là encore, le détail de l'ensemble des émissions par volume est trié selon les notations reçues, notamment, de Moody's.

<sup>1130</sup> Phil ANGELIDES & Bill THOMAS "*The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United State*" p.10, Official Government Edition. February, 25<sup>th</sup>, 2011. « *Les firmes conditionnaient les prêts hypothécaires en MBS qui étaient pour la majorité estampillée d'un triple A par les agences de notations de crédit et vendus aux investisseurs. Dans plusieurs cas les titres étaient reconditionnés, à nouveau, via des CDO souvent composés des parties les plus risquées de ces titres qui étaient ensuite vendus à d'autres investisseurs* ».

*honorer leurs dettes* » et de rajouter que « *lorsqu'on aboutit aux ABS et encore plus aux CDO vendus par les conduits des hedge funds et aux assets managers pour le compte des investisseurs institutionnels, il n'y a plus d'autres idées sur le support de ces titres que la note des agences.*<sup>1131</sup> » De ce fait, si la notation apparaît être un facteur aussi important dans le cadre de titrisation complexe et qu'une alternative aux agences de notation n'est pas envisageable à court terme, il convient de rentrer dans un processus de simplification et de standardisation des produits qui permettrait aux investisseurs d'y voir plus clair afin de prendre des décisions d'investissement en ayant toute les cartes en main et de banaliser une note qui redeviendrait un information parmi tant d'autres. Le Fonds Monétaire International avait lui-même souligné que les avantages pouvant être tirés de la titrisation, surtout dans le cadre d'une titrisation complexe, devaient « *être évaluées par rapport aux coûts potentiels, y compris le risque que la titrisation contribue à une croissance excessive du crédit à l'intérieur et à l'extérieur du système bancaire traditionnel[...]; la complexité et l'opacité de certains produits qui rendent problématique la tarification efficace; Et la forte dépendance de l'industrie sur les notation de crédit*<sup>1132</sup> ».

**410.** Une réponse Européenne au problème lié à une titrisation trop complexe aurait pu être envisagée par la proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil « *établissant des règles communes en matière de titrisation ainsi qu'un cadre européen pour les opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées*<sup>1133</sup> » du 30 septembre 2015. En effet, dans l'exposé des motivations de ladite proposition de règlement il était relevé que « *la crise financière a montré que les investisseurs avaient accordé, dans le passé, une confiance trop grande aux tiers, tels que les agences de notation de crédit, et n'avaient de ce fait pas exercé toute la diligence requise.*<sup>1134</sup>» Le législateur européen rappelait d'ailleurs que ce problème était dû au *delegated monitoring* qui était mentionné sous une autre appellation tout aussi évocatrice « *cela s'explique également en partie par la référence réglementaire aux tiers («hardwiring») [lire, les agences de notation], qu'il conviendrait dès lors d'éviter.* ». Toutefois, ce projet avait été mis en suspens, sous couvert de discussion entre la présidence du Conseil de

---

<sup>1131</sup> Michel AGLIETTA & Sandra RIGOT “*Crise et renovation de la finance*”, p.140 à 142, Odile Jacob, 19 Mars 2009

<sup>1132</sup> Miguel SEGOVIANO, Bradley JONES, Peter LINDNER & Johannes BLANKENHEIM, “*Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead*” IMF Working Paper WP/13/255, Monetary and Capital Market Department, p.3, November 2013

<sup>1133</sup> Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil établissant des règles communes en matière de titrisation ainsi que d'un cadre européen pour les opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées, et modifiant les directives 2009/65/CE, 2009/138/CE et 2011/61/UE et les règlements (CE) No 1060/2009 et (UE) No648/2012.

<sup>1134</sup> Ibidem, page 8

l'Union européenne et les représentants du Parlement européen qui avaient été à l'initiative de la proposition, jusqu'au 30 mai 2017 suite à un accord entre les deux parties. Le processus législatif communautaire pourra donc reprendre son cours habituel avec pour objectif « *un cadre en matière de titrisation [qui] constitue l'un des principaux éléments du plan d'action de l'UE de 2015 visant à mettre en place une union des marchés des capitaux pleinement opérationnelle d'ici la fin de 2019*<sup>1135</sup> ». Si l'intention du législateur communautaire apparaît de prime abord louable, une lecture plus détaillée des motifs et de la proposition elle-même laisse perplexe, notamment, sur certains éléments qui laissent à penser que les agences de notation ne seront pas évincées du nouveau dispositif de titrisation. Tout d'abord, le législateur européen traite de la « *référence réglementaire aux tiers [les agences] qu'il conviendrait d'éviter* », terrain sur lequel une ambition plus marquée eut été plus souhaitable par l'usage, par exemple, de l'impératif en lieu et place du conditionnel. De plus, cet usage doit être compris comme d'une tentative sans obligation de résultat où l'évitement est préféré à une proscription ou une interdiction. D'autre part, le législateur communautaire se commue dans ce qui pourrait apparaître comme un regret, voire une plainte, à savoir que « *depuis le début de la crise financière, l'activité des marchés de la titrisation reste modérée dans l'Union européenne, contrairement aux États-Unis, où les marchés se sont redressés.*<sup>1136</sup> » Cette proposition sonne alors comme un levier destiné à promouvoir une certaine forme de titrisation ou les tiers comme les agences de notation continueront de contribuer à « *vérifier le respect des exigences relatives aux titrisations simples, transparentes et standardisées (STS).*<sup>1137</sup> » comme par exemple lorsqu'il est considéré que « *les expositions sous-jacentes, lors du transfert à l'entité de titrisation, n'incluent pas d'expositions en défaut [...], ni d'expositions à un débiteur ou à un garant en difficulté, qui, à la connaissance de l'initiateur ou prêteur initial* » s'il est disponible une « *évaluation ou une note de crédit qui indique que le risque que les paiements contractuellement convenus ne soient pas effectués est nettement plus élevé que pour le débiteur moyen pour ce type de prêt sur le territoire concerné.*<sup>1138</sup> »

**411.** Cependant, si cette proposition de règlement ne résout pas le problème des références aux agences de notation ni de la complexité de certaines titrisations qui devraient être tout bonnement proscrite, cette dernière tente d'apporter sa contribution à la voie menant à la

---

<sup>1135</sup> « *Union de marchés des capitaux: Conclusion d'un accord sur la titrisation* », Communiqué de presse, 314/17, Marché, Conseil de l'UE, 30 mai 2017.

<sup>1136</sup> Proposition de Règlement, Ibidem, Article 8 Exigences relatives à la simplicité (7), p.40

<sup>1137</sup> « *Union de marchés des capitaux: Conclusion d'un accord sur la titrisation* », Ibidem

<sup>1138</sup> Proposition de Règlement, Ibidem, Article 8 Exigences relatives à la simplicité (7), p.40

banalisation de la notation en responsabilisant fortement, dans le cadre de la structuration simplifiée, transparente et standardisé, les initiateurs, n'en déplaise à Lloyd BLANKFEIN, Chief Executive Officer de Goldman Sachs,<sup>1139</sup> et les « *investisseurs, moyennant une surveillance prudentielle*<sup>1140</sup> ». Néanmoins, il est à regretter que le mécanisme de simplification proposé par le législateur européen ne soit, manifestement, pas un mécanisme destiné à opérer un filtre de marché. En effet, le législateur va même jusqu'à souligner que « *les exigences STS n'étant pas un indicateur des caractéristiques de risque de la titrisation*<sup>1141</sup> ». Cette exclusion du périmètre de la proposition communautaire vient sans doute du fait que la notion de risque, et surtout celui qui vient à être titrisé, est un sujet particulièrement complexe qui devrait faire l'objet d'une prise en main internationale, à l'image de ce qu'avait représenté en son temps la conférence de Bretton Woods.

## **§2) Pour un Bretton Woods de la maîtrise du risque**

**412.** En Novembre 2008, en plein tournant d'une crise des *subprimes* qui mutait, alors, en une crise bancaire et financière mondiale<sup>1142</sup>, Martin WOLF écrivait dans le Financial Times que « *nous sommes arrivés au point de la crise ou les dirigeants ambitieux appellent à un « nouveau Bretton Woods*<sup>1143</sup>. » En effet, l'appel à une nouvelle Conférence de Bretton Woods était alors sur toutes les lèvres, de Nicolas SARKOZY<sup>1144</sup>, qui cumulait alors la Présidence de la France et celle de l'Union européenne, ainsi que celle du Premier Ministre Britannique d'alors, Gordon BROWN<sup>1145</sup>, en passant par Joseph STIGLITZ<sup>1146</sup>, le prix Nobel d'économie, qui considérait que l'architecture financière mondiale se trouvait possiblement dans un « nouveau moment « *Bretton Woods* ». Une rupture avec le passé, un accord pour reconstruire l'avenir, tels pourrait être l'expression résumant les accords signés le 22 juillet 1944, qui prêtent

---

<sup>1139</sup>Voir page 131 des présents travaux au sujet de son intervention devant le U.S. Senate Permanent Subcommittee on Investigations, S.Hrg. 111-674 (4/27/2010).

<sup>1140</sup> Proposition de Règlement, Op.Cit.

<sup>1141</sup> Proposition de Règlement, Op.Cit, Règles de diligences pour les investisseurs, présentation de l'Article 3, p.15

<sup>1142</sup> Voir sur le séquençement, Nouriel ROUBINI, "A Global Breakdown Of The Recession in 2009", Forbes, January 15th, 2009

<sup>1143</sup> Martin WOLF, "Why agreeing a new Bretton Wood is vital", *Financial Times*, November 4th, 2008. <https://www.ft.com/content/7cc47dfe-aa95-11dd-897c-000077b07658>

<sup>1144</sup> Alain BARLUET, "Sarkozy veut un "Bretton Woods" avant la fin novembre", Le Figaro, le 18 octobre 2008.

<sup>1145</sup> "Gordon Brown's call for a new Bretton Woods gains traction", The Telegraph, October 15th, 2008.

<sup>1146</sup> Joseph E. STIGLITZ, "Let's throw away the rule book", The Guardian, Economic Policy – Opinion, November 6<sup>th</sup>, 2008.

à tant d'invocation contemporaine de la part du monde économique et politique qu'une Panacée, en son temps, censée guérir tous les maux de la Terre. Les accords de *Bretton Woods*, dont le trépas a été provoqué par la politique du Président Richard NIXON, en 1971<sup>1147</sup>, avaient, sous la houlette, notamment, des économistes Harry DEXTER WHITE et John Maynard KEYNES et des représentants des 44 nations présentes, dessiné les grandes lignes de la reconstruction économique et financière qui représentèrent le véritable moteur de la période faste et de paix, relative, postérieure à la Seconde Guerre Mondiale, dénommée les Trente Glorieuses.

**413.** Si la version originale desdits accords portait sur des fondamentaux monétaires, d'où sera extrait le célèbre « *Bretton Woods Gold Standard* », sa réécriture du XXI<sup>e</sup> siècle devra nécessairement inclure un volet important sur la gestion du risque de crédit objet de la titrisation dont les agences de notation demeurent une composante importante, et ce, à l'heure où les dettes souveraines ne cessent de se creuser<sup>1148</sup>, à l'image de celle de la France qui était à la fin du mois de juin 2017 de EUR 2209 milliards<sup>1149</sup>, dont EUR 1701 milliards de dette négociable<sup>1150</sup>, alors que cette dernière était au 31 décembre 2014 de EUR 2037 milliards<sup>1151</sup>, dont EUR 1528 milliards de dette négociable<sup>1152</sup>. Il est à noter que l'Agence France Trésor qui « *a pour mission de gérer la dette et la trésorerie de l'Etat au mieux des intérêts du contribuable et dans les meilleures conditions de sécurité* » renvoie, sur son site internet, aux liens menant, pour plus d'information, aux sites internet des agences de notation Standard & Poor's, Moody's, Fitch Rating et DBRS. A travers ces liens peuvent notamment être consultés les dernières notations et publications concernant la dette française comme, par exemple chez Moody's, « *Gouvernement of France – Aa2 Stable : Regular Update* », publié le 27 juin 2017, ou « *Gouvernement of France – Aa2 Stable: Annual Credit Analysis* », publié le 13 juillet 2017, sur la remise en cause de certains instruments financiers. Ce qui démontre, là encore, la difficulté,

---

<sup>1147</sup> Voir note No 836

<sup>1148</sup> Voir notamment sur ce sujet, Horatia MUIR WATT, « *Dette souveraine et main visible du marché: de nouveaux enjeux du droit international privé des contrats* », p.331-353, Revue critique de droit international privé, No2, 2015

<sup>1149</sup> Insee, « *Dette trimestrielle de Maastricht des administrations publiques – 1<sup>er</sup> trimestre 2017 : à la fin du premier trimestre 2017, la dette publique s'établit à 98,9% du PIB* », Information Rapides, No 171, 30 juin 2017

<sup>1150</sup> Chiffre au 30 juin 2017 publié dans le Bulletin mensuel de l'Agence France Trésor No326, Juillet 2017. Cette agence est chargée de pouvoir au besoin de trésorerie de l'Etat. Selon cette entité, la dette de l'Etat se définit « *comme le total des engagements financiers de l'Etat. Elle résulte du cumul des besoins de financement de l'Etat, c'est-à-dire de la différence, année après année, entre ses produits (recettes fiscales, produits de privatisations, etc.) et ses charges (dépenses budgétaires, prises de participation, etc.). Il existe une dette négociable, c'est-à-dire contractée sous forme d'instruments financiers échangeables sur les marchés financiers (obligations et bons du Trésor) et une dette non négociable, correspondant aux dépôts de certains organismes (collectivités territoriales, établissements publics, etc.) sur le compte du Trésor et qui constitue, elle aussi, un moyen de financement de l'Etat.* »

<sup>1151</sup> Chiffre Insee, comptes nationaux – base 2010, 31 décembre 2014

<sup>1152</sup> Bulletin mensuel de l'Agence France Trésor, Op.Cit.

y compris pour un Etat qui a déjà souffert des défaillances des notations non-sollicitées<sup>1153</sup>, de banaliser tout bonnement les notations émises par ces structures. De telles publications émises sur les bases d'une notation non-sollicitée peuvent aussi démontrer l'encrage de ces structures dans un paysage financier qu'elles ne comptent absolument pas lâcher, et ce, à l'image des déclarations de Fitch qui voulaient précéder un changement, qui n'intervint jamais, visant à rendre les agences indépendantes vis à vis de ceux qu'ils notent « *Non, non : nous continuerons de vous noter. Si c'est une question de prix, ne vous inquiétez pas : nous vous ferons ça pour rien !* » Sur quoi MBIA<sup>1154</sup> rétorqua : « *Vous êtes bien aimable, mais nous nous sommes mal fait comprendre : on vous dit d'arrêter ! D'ailleurs, rendez-nous nos données !* » Et Fitch de répondre alors : « *Nous n'avons pas besoin de vos données : nous disposons d'une source indépendante, et cela ne nous interdira pas de vous noter !* »<sup>1155</sup>. Les représentants des gouvernements, économistes et juristes qui prendront part à cette réécriture des Accords de Bretton Woods devront inexorablement appliquer une stratégie permettant de faire face à une telle combativité des agences de notation, qui ne s'arrêteront pas de noter, et *in fine* banaliser au plus haut point ce qui doit être à nouveau traité comme une simple opinion. Lesdits représentants pourront, notamment, concevoir de s'appuyer sur des institutions vieillissantes telles que la Banque des règlements internationaux (BRI)<sup>1156</sup>, le Fonds Monétaire International (FMI) et la Banque Mondiale (BM), le Comité de Bâle qui font l'objet de bon nombre de critiques de la doctrine sur leur fonctionnement actuel<sup>1157</sup>.

**414.** Mais encore, le développement de la titrisation dans le secteur privé et, notamment, au sein de puissances financières ayant émergé du bloc appelé « BRIC » (pour Brésil, Russie, Inde Chine), dont la Chine s'avère être le parfait exemple avec une hausse de plus de 200% au premier semestre 2017 comparé au même semestre de l'année 2016<sup>1158</sup>. Il est d'ailleurs assez intéressant de souligner que ces chiffres issus d'un rapport semestriel de Standard & Poor's, plus exactement de S&P Global Ratings, qui précise que cette croissance particulièrement

---

<sup>1153</sup> Le cas de la dégradation par "erreur" de la notation de la France par Standard & Poor's le 10 Novembre 2011, avait fait mollement l'objet d'un communiqué de l'ESMA censurant Standard & Poor's pour avoir failli à ses contrôles internes sur ce cas. Voir "ESMA censures Standard & Poor's for internal control failings", Press Release, ESMA/2014/596, June 3rd, 2014.

<sup>1154</sup> MBIA est un rehausseur de crédit qui était noté par Fitch encore en 2008 et 2009.

<sup>1155</sup> Dossier "Notation = evaluation?", p.62, Vol.2 – La notation financière, Cahier de l'évaluation, No5, février 2011.

<sup>1156</sup> Voir sur ce point, Linda YUEH, "The financial cloud's silver lining", Credit Crunch – Opinion, the Guardian, October 23<sup>rd</sup>, 2008

<sup>1157</sup> Joseph E. STIGLITZ, "Globalization and Its Discontents", W.W.Norton & Company, 2003.

<sup>1158</sup> S&P Global Ratings, Securitization Performance Watch – China, as of March 31st, 2017

phénoménale, modestement qualifiée de « *rapide développement*<sup>1159</sup> », s'explique par la « *forte émission de titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles (RMBS)*<sup>1160</sup> » dont les « *tranches senior et mezzanine sont généralement notées AAA et AA+*<sup>1161</sup> ». L'appétence de ces nouvelles puissances<sup>1162</sup> pour une titrisation hautement favorisée par des systèmes financiers et gouvernementaux, révèle tant de bulles financières pouvant exploser à tout moment que des marchés importants pour les agences de notation. A noter que le contrôle de ces dernières est assuré par des régulateurs peu expérimentés et que de nouvelles défaillances des agences de notation, sur ces marchés, pourraient, dans un contexte d'interconnexion des marchés financiers, favoriser et aggraver de nouvelles crises financières globalisées. Ce facteur sera aussi à prendre en compte dans le cadre de ces nouveaux Accords de Bretton Woods afin de s'affranchir de l'influence d'un pouvoir privée économique qui doit se voir retirer son très officiel permis de noter, auquel l'investisseur a aussi beaucoup contribué quant à son octroi.

---

<sup>1159</sup> Ibidem,

<sup>1160</sup> Ibidem,

<sup>1161</sup> Gabriel WILDAU, « *China's securitization market blossoms* », Financial Times, November 8<sup>th</sup>, 2016

<sup>1162</sup> A noter que le marché de la titrisation en Inde a connu une augmentation de 45% sur l'année 2016 selon le Magazine MoneyLife du 16 juin 2016. Add. Banque & Stratégie « *Le système financier chinois en quête de maturité* », No346, Avril 2016.

---

## Section II: L'indispensable responsabilisation de l'investisseur

---

415. Le Règlement européen dit CRA I dispose que « *l'objectif principal du présent règlement est de protéger la stabilité des marchés financiers et les investisseurs*<sup>1163</sup> ». Si la protection de la stabilité des marchés apparaît comme un impératif catégorique au regard notamment d'un maintien de l'ordre public économique<sup>1164</sup>, dans un système économique qui « *est devenu un système social dominant qui a très largement supplanté les systèmes politiques et religieux*<sup>1165</sup> », la protection de l'investisseur apparaît comme un impératif hypothétique. En effet, sans connaître la définition de ce que dernier représente ou est censé représenter, au sens dudit Règlement, la finalité d'une réglementation très protectrice peut s'avérer plus que douteuse, et même dangereuse au risque d'infantiliser, sans distinction, tout ce qui pourrait tomber sous le coup de la notion d'investisseur. Plus inquiétant encore, lorsqu'il est constaté que ce Règlement va plus loin. car par son biais, le législateur communautaire entend de façon, vraisemblablement, identique « *garantir un haut niveau de protection des consommateurs et des investisseurs en instituant un cadre réglementaire commun concernant la qualité des notations de crédit destinées à être émises dans le marché intérieur*<sup>1166</sup> ». Bien qu'une distinction soit faite entre ce qui serait un investisseur et un consommateur, le législateur européen semble dans le cadre de la réglementation des agences de notation mettre ces deux derniers sous un même couvert protecteur face aux agences de notation. Cette confusion est entretenue y compris au sein du Règlement CRA III qui vient, notamment, modifier l'Article premier du règlement initial (CRA I), en soulignant que « *le présent règlement [...] fixe les conditions d'émission des notations de crédit [...] afin de favoriser l'indépendance de ces*

---

<sup>1163</sup> RÈGLEMENT (CE) No 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, paragraphe 7, 4/203L, J.O.U.E. 17 novembre 2009

<sup>1164</sup> Section II des présents travaux dédiée à l'atteinte de ces structures [de notations] à l'ordre public économique, p.156

<sup>1165</sup> Gérard FARJAT, Communication au colloque sur le contrôle de la matière économique par les cours suprêmes organisé le 25 janvier 2010 par la *Regulation Law Review*, sous la direction de Marie-Anne FRISON ROCHE, au Conseil économique, social et environnemental, cité dans

<sup>1166</sup> Ibidem, paragraphe (75)

agences, la prévention des conflits d'intérêt, et une meilleure protection des consommateurs et des investisseurs<sup>1167</sup> ». Le Règlement CRA III vient toutefois nuancer, implicitement, ce qui pourrait être considéré comme une vision unique de la notion d'investisseur en soulignant que « *les notations de crédit ont une valeur réglementaire pour les investisseurs réglementés tels que les établissements de crédit, les entreprises d'assurance et d'autres investisseurs institutionnels. Bien que l'on tende à réduire les incitations à dépendre excessivement des notations de crédit, celles-ci n'en continuent pas moins à orienter les choix d'investissement.* <sup>1168</sup> ». De ce fait, le législateur communautaire traite aussi bien des investisseurs institutionnels pour lesquelles la notation était et, dans une certaine mesure, se trouve toujours être la contrainte réglementaire qu'il convient d'utiliser afin de gérer les risques ayant trait à la constitution et au suivi de leurs portefeuilles de fonds, à l'exemple des fonds d'investissement, ou de constituer leurs matelas de fonds propres, pour ce qui est des banques<sup>1169</sup>. Cependant, ce type d'investisseurs institutionnels est tout à fait capable d'analyser, d'avoir ou de mettre en place les ressources organisationnelles afin d'analyser le risque qu'est censé évaluer les agences de notation afin de ne pas investir sur des sous-jacents dont le risque pourrait vite se retrouver non maîtrisable, et ce, notamment afin aussi de ne pas diffuser ces risques non maîtrisables aux autres catégories d'investisseurs. C'est pour cela que ces investisseurs institutionnels doivent se voir responsabilisés quant à leurs choix d'investissements qui ne sauraient être le fruit d'une lecture d'un Top 10 des ABS, MBS ou CDO auxquels sont rattachés les meilleures notations, mais le résultat d'une analyse interne dûment documentée au regard d'exigences structurelles et opérationnelles, mises en place à cet effet, et qui devront faire l'objet d'un contrôle régulier de la part du régulateur national dont ces investisseurs dépendent. Le législateur européen, ayant sur ce plan pu constater les faiblesses des deux premiers règlements sur les agences de notation, avait tenté d'apporter sa pierre à l'édifice en introduisant par le biais du Règlement CRA III un Article 5 bis qui prévoyait que « *Les entités visées à l'article 4, paragraphe 1, premier alinéa, évaluent elles-mêmes les risques de crédit et ne recourent pas exclusivement ou mécaniquement à des notations de crédit pour évaluer la qualité de crédit d'une entité ou d'un instrument financier.* <sup>1170</sup> » Cependant, ce dispositif qui visait expressément « les

---

<sup>1167</sup> RÈGLEMENT (UE) N o 462/2013 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n o 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>1168</sup> Ibidem, paragraphe (8)

<sup>1169</sup> Considérant que Moody's, Standard & Poor's et Fitch ont été approuvées au titre d'*External Credit Assessment Institutions*, leurs notations peuvent toujours être utilisées dans l'évaluation du risque, voir notamment page 38 de Basel III : A global regulatory framework for ore resilient banks and banking systems

<sup>1170</sup> RÈGLEMENT (UE) N o 462/2013, Ibidem, Article premier Modifications du Règlement (CE) No 1060/2009, paragraphe (5)

*établissements de crédit, les entreprises d'assurances, les entreprises de réassurances, les institutions de retraite professionnelle, les sociétés de gestion, les sociétés d'investissement, les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et les contreparties centrales* »<sup>1171</sup> voyait, d'emblée, sa portée fortement réduite du fait que le même Règlement CRA III modifiait le premier paragraphe de l'article 4 du Règlement CRA I en précisant que les structures, susmentionnées, « *ne peuvent utiliser à des fins réglementaires que des notations de crédit établies dans l'Union et enregistrées conformément au présent règlement* »<sup>1172</sup>. De ce fait, il est clair que tout moyen ou dispositif réglementaire destiné à affranchir les investisseurs, notamment, institutionnels et autres acteurs de marché d'une dépendance excessive à l'égard des notations de crédit se trouve, *de facto*, enrayé par une institutionnalisation explicite d'une notation à des fins réglementaires dont l'apanage est confié aux seules agences établies dans l'Union européenne et enregistrées à cet effet. Outre un manque d'ambition qui pourrait être vecteur d'une instabilité temporaire par la suppression d'un référentiel bien ancré auprès des investisseurs et acteurs de marché, cette carence du dispositif communautaire, peut sans doute s'expliquer par le manque d'alternative viable à la notation. En 2013, Anne-Catherine MULLER analysait le cas américain en précisant que « *le Dodd-Frank Act prévoit à fin juillet 2012 la suppression des références explicites à la notation et leur remplacement par la mention « conforme aux qualités de crédit que le régulateur doit définir »*. *Le travail des régulateurs de définition de la qualité de crédit est à ce jour inachevé* »<sup>1173</sup>. Cela pouvait laisser envisager que la qualité de crédit que le régulateur américain allait définir pouvait impliquer une plus importante responsabilisation de l'investisseur. Depuis, même si la Securities and Exchange Commission a adopté, le 27 août 2014<sup>1174</sup> et 16 septembre 2015<sup>1175</sup>, les règles qu'elle devait définir au terme du Dodd-Frank Act, notamment, destinées à supprimer les références aux notations de crédit, le travail fourni par le régulateur américain apparaît, si ce n'est incomplet,

---

<sup>1171</sup> RÈGLEMENT (UE) No 462/2013, Ibidem, Article premier Modifications du Règlement (CE) No 1060/2009, paragraphe (5), la liste exhaustive se trouve à l'article 4, paragraphe 1, du Règlement CRA I tel que modifié par le Règlement CRA III.

<sup>1172</sup> Ibidem,

<sup>1173</sup> Anne-Catherine MULLER, « Révision du règlement (CE) No 1060/2009 », Revue de Droit bancaire et financier No 3, Mai 2013, comm.116.

<sup>1174</sup> Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 232, 240, 249 and 249b, Release No.34- 34-72936; File No. S7-18-11 – RIN 3235 –AL15, Nationally Recognized Statistical Rating Organizations

<sup>1175</sup> Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 270 and 274, Release No.IC-31828; File.S7-07-11, RIN 3235-AL 02, Removal of Certain References to Credit Ratings And Amendment to the Issuer Diversification Requirement in the Money Market Fund Rule

trop parcellaire et insuffisant<sup>1176</sup>. A titre d'exemple, les références aux agences de notation ont été supprimées dans la nouvelle version de la Règle 2a-7<sup>1177</sup>, mais la SEC ne définit pas, comme cela devait être le cas, aux termes du Dodd-Frank Act, la qualité de crédit que doit revêtir un titre éligible. En effet, le gendarme de la Bourse américain délègue cela à travers une obligation générale d'évaluation de cette qualité qu'elle attribue aux conseils d'administration des fonds. Toutefois, la SEC a implémenté à travers un rapport règlementaire que doivent émettre les fonds, sur une base mensuelle, par le biais d'un formulaire dans lequel le conseil d'administration doit fournir « *chaque notation attribuée par une NRSRO[...] présentant que le titre considéré [comme éligible] présente un risque minimal de crédit*<sup>1178</sup> ». Dès lors, la notation apparaît toujours comme une exigence règlementaire de justification à l'éligibilité d'un titre détenu au sein d'un portefeuille d'un fonds du marché monétaire, réduisant sensiblement la valeur de la responsabilisation d'un conseil d'administration au regard du caractère éligible d'un titre ce qui, il convient de le rappeler, devait être du ressort de la SEC.

**416.** Concernant l'investisseur qui ne serait pas catégorisé sous l'étiquette d'investisseur institutionnel et qui pourrait par exemple se voir attribuer la définition de consommateur, qui au niveau européen peut être défini comme « *toute personne physique qui[...] agit à des fins qui n'entrent pas dans le cadre de son activité commerciale, industrielle, artisanale ou libérale*<sup>1179</sup> », ou celle d'investisseur de détail<sup>1180</sup>, les Règlements européens sur les agences de notation renforcent et créent de nouvelles obligations ayant trait à l'information de l'investisseur qui suppose toujours l'usage de la notation. C'est en outre ce qui peut être constaté au sein du Règlement CRA III qui prévoit toujours la possibilité pour les prospectus de contenir « *une référence à une ou plusieurs notations de crédit*<sup>1181</sup> » en prévoyant que « *l'émetteur,*

---

<sup>1176</sup> Voir notamment les récents travaux de Frank PARTNOY, "What's (Still) Wrong with Credit Ratings," Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 17-285 2017, University of San Diego, School of Law, May 16<sup>th</sup>, 2017.

<sup>1177</sup> En effet, initialement la Règle 2a-7 de l'*Investment Company Act* de 1940 définissait que pour représenter un titre éligible, un fonds de marché monétaire devait composer son portefeuille de 97% de titres ayant reçu les meilleures notes disponibles émises par les NRSRO.

<sup>1178</sup> FORM N-MFP – MONTHLY SCHEDULE OF PORTFOLIO HOLDINGS OF MONEY MARKET FUNDS, Version SEC 2847 (5/16)

<sup>1179</sup> Chapitre Article 2

<sup>1180</sup> Directive 2011/83/UE du Parlement européen et du Conseil du 25 octobre 2011 relative aux droits des consommateurs, modifiant la directive 93/13/CEE du Conseil et la directive 1999/44/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 85/577/CEE du Conseil et la directive 97/7/CE du Parlement européen et du Conseil, Chapitre I, Article 2, 1). La Directive étant l'application de cette définition du consommateur « *dans les contrats relevant de la présente directive* », incluant les contrats ayant trait à la notion de service financier tel que défini dans ladite directive au paragraphe 12) dudit Chapitre. A savoir « *tout service ayant à la banque, au crédit, à l'assurance, aux pensions individuelles, aux investissements ou aux paiements* ».

<sup>1181</sup> Au Etats-Unis, cette notion est celle de « *retail investor* », voir sur ce sujet la Section 917 du Dodd-Frank Act dédiée aux connaissances financière de l'investisseur, cette Section prévoit notamment que la SEC doive identifier

*l'offreur ou la personne qui a sollicité l'admission à la négociation sur un marché réglementé veille à ce que le prospectus comporte également des informations indiquant de manière claire et bien visible si ces notations de crédit ont été ou non émises par une agence de notation de crédit établie dans l'Union et enregistrée [...] <sup>1182</sup> ». Ces éléments démontrent bien que même pour cette catégorie d'investisseur, le législateur ne fait que rallonger la liste d'information et de documentation qui doivent parvenir, *in fine*, à l'investisseur, et ce, dans la même dynamique que consacre les nouvelles réglementations à l'image de MiFID II <sup>1183</sup> et PRIIPS <sup>1184</sup> qui, *inter alia*, multiplie les exigences d'émission et d'information qui se veulent transparentes et claires ainsi que de nouveaux *reporting* transactionnels ex-ante et ex-post destinés à l'investisseurs, au risque que ce dernier se voit noyé dans « *l'opacification de la transparence* <sup>1185</sup> », et ce au nom de ce qui pourrait être qualifié de véritable dogme du droit à l'investissement pour tous.*

**417.** Le législateur aurait plutôt dû se concentrer sur une suppression totale des références aux agences de notation, dans l'objectif de banaliser ce qui doit être relégué à une simple opinion de marché, et accroître une responsabilisation des investisseurs, afin que ces derniers, qu'ils soient institutionnels ou non, puissent baser leurs décisions d'investissement sur leur propre évaluation du risque de crédit et de marché et non sur les fondements d'une notation toujours présente au sein de la réglementation actuelle ou sur des conseils mal avisés car basés sur la notation émise par les agences de notation.

---

« (1) les méthodes pour améliorer le calendrier, le contenu et le format des informations à fournir aux investisseurs en ce qui concerne les intermédiaires financiers, les produits d'investissements et les services d'investissements ; l'information pertinente la plus utile et compréhensible pour que les investisseurs de détails puissent prendre des décisions d'investissements avant d'engager un intermédiaire financier ou acquérir un produit ou un service d'investissement [...] »

<sup>1182</sup> RÈGLEMENT (UE) No 462/2013, Ibidem, Article premier Modifications du Règlement (CE) No 1060/2009, paragraphe (4).

<sup>1183</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE

<sup>1184</sup> Règlement (UE) No 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance

<sup>1185</sup> Claude LUCAS DE LEYSSAC, « *L'opacification du droit de la transparence, conséquence de sa codification* » mélanges Guyon, Aspect actuels du droit des affaires, p.751, Dalloz, 2003.

---

## Conclusion du Titre II

---

**418.** Force est de constater que le législateur, tant américain que communautaire, n'a pas été en mesure de résilier ni de revoir, en profondeur, les termes de la délégation qui avait été accordée aux agences de notation dans la première moitié du XXe siècle. Faute de véritable alternative concrète à l'information qu'est censé représenter la notation, qui se trouve être trop enracinée auprès des acteurs de marché dont les émetteurs d'instruments financiers et les investisseurs figurent en bonne place, le législateur s'est cantonné à adopter des mesures destinées à rendre les agences de notation plus transparentes et moins sujettes aux conflits d'intérêts. A cette fin, le législateur est parvenu à tâtons, et par le biais de plusieurs éléments législatifs et réglementaires épars, à consacrer un peu plus les agences de notation qui désormais disposent d'un régime juridique spécifique et qui font l'objet d'un contrôle par un régulateur qui a eu du mal à s'imposer, du moins pour le cas européen, et qui, dans ses premières décisions de sanctions, écorne, *inter alia*, le contrôle dont il est supposé être le fer de lance.

**419.** Mais encore, ce dispositif réglementaire s'éloigne un peu plus d'un affranchissement des agences de notation qui pour se faire nécessiterait une véritable banalisation de l'opinion qu'elles émettent. Ce processus apparaît encore long à envisager en raison de l'esprit d'un législateur qui a manifestement du mal à faire émerger une position commune, le consensus pouvant être tant une force qu'une faiblesse, sur la simplification des produits notés afin de supprimer, *de facto*, l'intérêt pour la norme de notation. De plus, un consensus international aurait, dans un contexte de marché financier mondialisé, pourtant dû être pris, notamment, sur la question de l'évaluation du risque de crédit et au regard des multiples invocations aux accords de Bretton Woods, qui restent à ce jour sans écho. De même la responsabilisation des investisseurs dans l'analyse financière du sous-jacent demeure une question particulièrement sensible qui faute d'être traitée par le législateur est en proie à certaines maladroites du régulateur.

---

## Conclusion de la Deuxième Partie

---

**420.** L'influence des agences de notation perdure incontestablement, et ce, malgré l'usage de la médecine de guerre législative qu'a représentée l'adoption, *inter alia*, des réglementations Dodd Franck, CRA I<sup>1186</sup>, CRA II<sup>1187</sup>, CRA III<sup>1188</sup> et CRAD 2013/14/EU<sup>1189</sup>. En effet, cette médecine apparaît reléguée aux soins d'un Diafoirus tant le *delegated monitoring* persiste par les références innombrables qui se trouvent encore présentes dans la réglementation financière internationale, dont la réglementation française et prudentielle sont les parfaites manifestations.. De plus, l'institutionnalisation de l'oligopole tenu par le « *Big Three* » à travers la création des statuts de NRSRO, aux Etats-Unis, et d'OEEC, dans l'Union européenne, traduit le symptôme d'un législateur qui par sa volonté d'encadrement, se retrouve, malgré lui, à assurer l'avenir prospère de ces structures qui ne seront pas menacées par une concurrence qui demeure quasi-inexistante. Mais encore, si l'implication des agences de notation dans les chaînes de tritrisation ayant conduit à la crise des *subprimes* ne fait plus de doute, tout comportement de fraudes ou de conflits d'intérêts qui entourèrent ces pratiques, ne restent qu'à l'état de fortes présomptions étant donné qu'aucune des procédures intentées aux Etats-Unis n'a pu conduire à la reconnaissance de culpabilité des agences de notation en raison, d'une part, de l'obstacle constitutionnel que représente toujours le *Freedom of Speech* et, d'autre part, en raison d'une justice négociée nettement privilégiée aux Etats-Unis, notamment, pour son caractère pragmatique. Dans l'Union européenne, la mise en place d'une responsabilité civile reste assez cacophonique au regard des divers dispositions nationales prises par les Etats membres, à

---

<sup>1186</sup> RÈGLEMENT (CE) No 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>1187</sup> RÈGLEMENT (UE) No 513/2011 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) no 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, J.O.U.E., le 31 mai 2011

<sup>1188</sup> RÈGLEMENTS RÈGLEMENT (UE) No 462/2013 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) no 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>1189</sup> Directive 2013/14/UE du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013, modifiant la directive 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs en ce qui concerne la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit.

l'exemple de la France qui a choisi unilatéralement de durcir sa réglementation entourant, notamment, les clauses limitatives de responsabilité, laissant ainsi planer la possibilité d'un arbitrage juridique auprès d'autres Etats membres ayant une réglementation plus favorable en terme de responsabilisation.

**421.** Cependant, il est à saluer l'ambition de certains juges, dans des cas encore trop exceptionnels à l'exemple de l'affaire *ABN AMRO Bank NV Vs Bathurst Regional Council*<sup>1190</sup> jugée en Australie, qui ont véritablement voulu sanctionner par leur décision, l'atteinte portée à l'ordre public économique, et ce, en consacrant ce qui pourrait être qualifié de réparation d'un préjudice par ricochet causé par les agences de notation. Ces dernières avaient émis une notation indiscutablement erronée qui se trouvait en l'espèce être l'unique indicateur de risque.

**422.** Pourtant, il a pu être démontré, dans les présents travaux, que des alternatives, bien qu'embryonnaires, existent. Les législateurs tant communautaires qu'américain devront considérer des pistes alternatives telles que l'évaluation qui serait émise par les assureurs, dans le cadre de l'évaluation du risque de crédit des émetteurs privés, et de la classification des risques pays de l'OCDE, qui pour représenter une véritable alternative à la notation souveraine devra se voir purger des quelques références aux notations des agences qu'elle reprend, dans une certaine mesure, au sein de son modèle d'évaluation. Dans l'intervalle le renforcement du contrôle interne, destiné à améliorer la transparence et la fiabilité de ces structures, apparaît la seule option mise en œuvre par le législateur en sus d'une surveillance d'un régulateur, qui sur le plan européen commence à prendre ses marques. En effet, outre la procédure d'enregistrement des agences de notation centralisée auprès de l'AEMF, le gendarme européen à des pouvoirs de surveillance désormais bien étendus et s'est vu, par là même, doté d'un arsenal de sanctions destiné à être utilisé en cas de violation des obligations prévues aux termes, notamment, des trois règlements européens sur les agences de notation. Si les deux premières sanctions, respectivement prises à l'encontre de Standard & Poor's et DBRS, apparaissent symboliques et dérisoires au regard des montants considérés, l'AEMF a infligé, le 21 juin 2016, une amende de EUR 1,38 million à l'encontre de Fitch Rating Limited pour ne pas avoir respecté le délai de 12 heures, prévu par le Règlement CRA I<sup>1191</sup>, entre le délai de transmission du résultat de la notation de crédit auprès de l'entité notée et la publication de cette information. En l'espèce il s'agissait d'une information concernant la dégradation de note de la Slovaquie qui

---

<sup>1190</sup> *ABN AMRO Bank NV v Bathurst Regional Council* [2014] FCAFC 65

<sup>1191</sup> RÈGLEMENT (CE) No 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, Annexe 1, Section D, I, 3 et Annexe III, Section II, Point &, J.O.U.E. 17 novembre 2009.

avait été rendue publique avant le délai susmentionné. Cette violation d'une disposition réglementaire a entraîné presque mécaniquement deux autres violations subsidiaires concernant, d'une part, le contrôle interne et, d'autre part, la divulgation d'information non autorisée<sup>1192</sup>. Comme l'a très justement relevé Thierry BONNEAU, il est assez surprenant « *que le non-respect du délai de 12 h coûte en lui-même moins cher (60 000 €) que les manquements au titre du contrôle interne (825 000 €) et de la divulgation d'information non autorisée (495 000 €)* »<sup>1193</sup>. Cette amende est tout de même d'une importance toute particulière quand il est considéré que la violation reprochée relève d'un manquement ayant trait à une durée de 8 heures (Fitch ayant publié sa décision de dégradation au terme de 4 heures seulement) pendant laquelle, bien théoriquement, la Slovénie aurait pu évaluer cette information et en discuter avec Fitch. De la même façon, l'AEMF a infligé une amende à Moody's de EUR 1,24 million, le 1<sup>er</sup> juin 2017<sup>1194</sup>, pour deux violations prétendues concernant, d'une part, la présentation de la notation qui ne contenait vraisemblablement pas d'autre source et matériel que des articles de presse et, d'autre part, un défaut de communication des méthodologies ayant trait aux notations émises, et ce, pendant un délai supérieur à six mois. Ces notations concernaient, entre autres, la Banque Européenne d'Investissement, Le Fonds Européen d'Investissement, Le Mécanisme Européen de Stabilité et l'Union Européenne. Force est donc de constater que l'affirmation de l'AEMF selon laquelle ces décisions sont supposées assurer « *une meilleure protection des investisseurs* »<sup>1195</sup> se matérialise par des sanctions visant des manquements ayant trait exclusivement à des notations visant des Etats ou des Institutions Européennes. Le régulateur européen devra donc, à l'avenir, détailler au maximum les motifs ayant conduit à la qualification d'une violation pour ne pas se voir reprocher la commission d'un abus de droit. Enfin, ce dispositif de sanction de l'AEMF ne résout en rien la dépendance aux agences de notation qui perdure, et ce, tant sur le plan des investisseurs, toujours aussi avides du triple AAA, que des émetteurs pour lesquels la notation représente toujours un gage de bonne distribution ainsi que de la réglementation qui, malgré des évolutions multiples, n'a pu s'extirper des agences de notation qui, désormais, disposent d'un régime juridique dédié.

---

<sup>1192</sup> ESMA, ESMA fines Fitch Ratings Limited EUR 1.38 million, p.3, Press Release, ESMA 2016/1157, July 21<sup>st</sup>, 2016. Decision, ESMA, Board of supervisors, Fitch Rating Limited, Decision and Public statement, ESMA 2016/1131 and ESMA 2016/1159, 21 July 2016

<sup>1193</sup> Thierry BONNEAU, «*Sanction ESMA*», Revue de Droit bancaire et financier No. 6, comm. 264 Novembre 2016

<sup>1194</sup> ESMA, Public Notice, ESMA71-99-478, 1 June 2017

<sup>1195</sup> ESMA, ESMA fines Fitch Ratings Limited EUR 1.38 million, p.3, Press Release, ESMA 2016/1157, July 21<sup>st</sup>, 2016. «*Esma's Mission is to enhance investor protection and promote stable and orderly financial market*»

## CONCLUSION GENERALE

---

**423.** Si la Grande Dépression a conduit les agences de notation, Standard & Poor's, Moody's Corporation et Fitch Ratings, à être érigé en véritable colosse réglementaire par le biais des délégations successives conférées par le Législateur, la crise des *subprimes* ainsi que celle des dettes souveraines auraient dû représenter l'électrochoc par lequel les pouvoirs publics et le Législateur auraient dû s'affranchir de ces structures. De fait, ces structures oligopolistiques se sont avérées n'être qu'un colosse aux pieds d'argile dont les défaillances, tant volontaires qu'involontaires, aussi multiples qu'omniprésentes, n'ont eu pour conséquence que de mettre à genoux, si ce n'est le système financier international, un certain nombre d'Etats à l'exemple de la Grèce, du Portugal, de l'Espagne, de l'Italie, et à travers ces derniers, l'ordre public économique. La menace véritable d'une information de notation, vecteur d'instabilité, qui aurait dû être reléguée au rang d'une simple opinion de marché n'a finalement pas fait l'objet des mesures effectives destinées à rompre avec l'influence que ces structures possèdent toujours, tant sur les acteurs de marché que sur les régulateurs qui lui ont même consacré un statut particulier ainsi qu'un régime juridique dédié.

**424.** En effet, le Législateur a clairement décidé à la suite d'une première phase, certainement émotionnelle, visant au rejet de ces structures, de tendre vers une réglementation de cette profession<sup>1196</sup>. La réglementation actuelle matérialisée, entre autres, par les trois règlements européens sur les agences de notation ainsi que le *Dodd Frank Act* apparaissent comme l'expression d'un objectif ambivalent, voire formellement opposé, qui est celui d'encadrer une profession<sup>1197</sup> tout en supprimant les références à cette dernière, et à la notation qui en est le fruit, au sein de la réglementation<sup>1198</sup>. Le régime juridique des agences de notation

---

<sup>1196</sup> le Rapport d'information n°598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI agences de notation présenté le 18 juin 2013, porte d'ailleurs le titre de "*Agences de notation : pour une profession réglementée*".

<sup>1197</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203 - July 21<sup>st</sup> 2010, Sec.932

<sup>1198</sup> Ibidem, Sec.(39. Removal of statutory reference to credit ratings ; le RÈGLEMENT (CE) No 1060/2009 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, mentionnait dans son préambule paragraphe 6 que « *l'Union s'emploie à réexaminer, dans un premiers temps, si des références aux notation de crédit dans le droit de l'Union amènent ou sont susceptibles d'amener à recourir exclusivement ou mécaniquement à de telles notation de crédit, et dans un second temps, toutes les références aux*

n'est donc pas sans rappeler ce que Mathieu LAINE décrivait, en citant le Doyen CARBONNIER, comme étant l'expression de « *l'effet macédonien*<sup>1199</sup> », qui consiste à légiférer essentiellement sur l'émotionnel. D'autre part, il est assez regrettable de ne pas avoir constaté dans les différents travaux législatifs ayant trait aux agences de notation la question de la responsabilisation des Etats pour avoir placé les agences de notation dans ce rôle d'« *auxiliaires de régulation*<sup>1200</sup> ».

**425.** Mais encore, cette réglementation actuelle ayant trait aux agences de notation, dont l'efficacité n'a de cesse que d'être remise en question<sup>1201</sup>, est porteuse d'une certaine instabilité juridique dans la mesure où des lignes directrices et autres réglementations sont encore nécessaires plus de 7 ans après sa publication et ce, pour permettre sa mise en œuvre voire sa simple compréhension<sup>1202</sup>. Force est de constater que cette instabilité se traduit aussi par un régime de sanction qui, s'il a le mérite d'exister, est appliqué par un régulateur encore trop peu précis quant aux moyens qu'il invoque pour justifier de son usage<sup>1203</sup> ou parfois trop conciliant, à l'image du régulateur américain qui semble favoriser les accords transactionnels.

---

*notation de crédit à des fins règlementaires, en vue de les supprimer d'ici à 2020, sous réserve d'avoir mis en œuvre les solutions alternatives à l'évaluation de crédit appropriées.* » Ce préambule est, notamment, réaffirmé dans CRA III. Ce qui apparaissait au stade de CRA I comme une éventualité aurait du un sens de CRA III (adopté presque 4 ans après CRA I) comme un constat auquel il aurait fallu apporter des solutions.

<sup>1199</sup> Mathieu LAINE, « *La Grande Nurserie – En Finir avec l'infantilisation des Français* », JC Lattès, 22 février 2006. Mathieu LAINE reprend l'expression de sociologie législative consacrée par Doyen Carbonnier, « *Flexible droit: Pour une sociologie du droit sans rigueur* », L.G.D.J., 6<sup>e</sup> édition, Paris, 1988. « *On désigne ainsi, en sociologie de la législation, du nom d'un fameux sénatus – consulte rendu sous l'empereur Vespasien, le phénomène par lequel le législateur est porté à restreindre la liberté de tous quand il constate que quelques-uns ont abusé de la liberté, Parce que l'avidité d'un usurier avait conduit au crime le jeune Macedo, il fut défendu à tous les fils de la famille de contracter des emprunts* »

<sup>1200</sup> Selon l'expression utilisée par Jean TIROLE dans son audition retranscrite dans Assemblée Nationale, « *Rapport d'information relative à la crise financière internationale* », p.246, Rapport d'information N°1235, déposé et présenté par MM. Didier MIGAUD et Gilles CARREZ, Assemblée Nationale, Enregistré le 5 novembre 2008.

<sup>1201</sup> Voir notamment la Cour des Comptes Européenne, « *La surveillance, par l'UE, des agences de notation de crédit est bien en place, mais elle n'est pas encore totalement efficace* », Rapport Spécial No22, Union Européenne 2015. Adde. Commission Européenne, « *Rapport de la Commission au Parlement Européen et au Conseil sur les outils de remplacement des notations de crédit externes, l'état du marché de la notation de crédit, la concurrence et la gouvernance dans le secteur de la notation de crédit, l'état du marché de la notation des instruments financiers structurés et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit* », p.10, 19 Octobre 2016 ; Frank PARTNOY, « *What's (Still) Wrong With Credit Ratings* », San Diego Legal Studies Paper No 17-285, May 16th, 2017.

<sup>1202</sup> Voir page 34 de ESMA, Annual Report 2016, 15 June 2017, ESMA 20-95-590, L'AEMF reconnaît qu'il est compliqué de valider des méthodologies et de créer un véritable standard destiné à faire la preuve d'une évaluation. Cela n'a pas empêché l'AEMF d'infliger une amende à Moody's de EUR 1.24 million, le 1<sup>er</sup> Juin 2017, aux motifs, notamment, que la méthodologie de cette agence reposait, dans le cas d'espèce, que sur des informations issues d'articles de presse, ce qui renforce cette idée d'instabilité juridique d'un régime de sanction qui se fait, en quelque sorte au gré de la jurisprudence du régulateur européen. Adde. ESMA, « *Guidelines on the validation and review of Credit Rating Agencies' methodologies* », ESMA/2016/1575, March 23rd, 2017.

<sup>1203</sup> Voir note No 1193

426. Cependant, il faut reconnaître que la nouvelle réglementation pose certain jalons en matière de surveillance et de sanction qu'il convient de saluer et qui devront s'affirmer au fil du temps et de la pratique. Effectivement, il convient de rappeler que le Législateur affiche formellement une volonté de réglementer ces structures sur du long terme, de telle façon que certains objectifs ne sont prévus que pour 2020, et ce, notamment concernant la suppression des références aux agences de notation.

427. Hélas, si le Législateur a voulu, au regard des circonstances désastreuses engendrées par la crise des *supprimes* et des dettes souveraines, apporter une véritable médecine de guerre aux défaillances des agences de notation alors que « *le droit n'est pas cet absolu dont souvent nous rêvons*<sup>1204</sup> », il sera contraint de revoir l'ensemble de ce dispositif législatif et réglementaire au regard d'un système financier et politique en constante mutation. Cette mutation s'illustre parfaitement par le référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne, tenu le 23 juin 2016, dont l'issue appelée « Brexit » a précédé la notification de l'article 50 du traité sur l'Union européenne amorçant la procédure de retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne. En effet, la réglementation européenne sur les agences de notation avait été pensée dans une Union à 28<sup>1205</sup> dont Londres se trouve être la plus grande place financière<sup>1206</sup>, et tout le cadre juridique européen ayant trait à ces structures avait pris en compte ce facteur<sup>1207</sup>. C'était sans compter sur la nouvelle administration du Président américain Donald TRUMP qui affirme formellement vouloir remettre en cause le *Dodd-Frank Act*, et par là même, les bases de la réglementation américaine sur les agences de notation. Donald TRUMP, lui même, affichait ouvertement cet objectif à travers des déclarations tenues quelques jours après son investiture à la présidence des Etats-Unis d'Amérique, à savoir qu'il souhaitait débiter « *amplement Dodd-Frank, car, franchement, j'ai tellement de gens, mes amis qui ont de bonnes entreprises qui ne peuvent emprunter de l'argent, ils ne peuvent tout simplement pas gagner de l'argent parce que les banques ne les laissent pas emprunter en raison des règles et règlements de Dodd-Frank.* <sup>1208</sup>»

---

<sup>1204</sup> Jean CARBONNIER, *Flexible droit, op. cit.*

<sup>1205</sup> Voir page 5 de ESMA, Annual Report 2016, 15 June 2017, ESMA 20-95-590,

<sup>1206</sup> Laurence BOISSEAU, « *Londres en tête des places financières, mais plus pour très longtemps* », les Echos, le 27 septembre 2016

<sup>1207</sup> Caroline BINHAM, « *Brexit cast doubt over rating agencies' future in London* », Financial Times, February 22<sup>nd</sup>, 2017.

<sup>1208</sup> Donald TRUMP, « *Remarks by President Trump in Strategy and Policy Forum* », The White House, Office of the Press Secretary, February 3<sup>rd</sup>, 2017. « *But we expect to be cutting a lot out of Dodd-Frank, because, frankly, I have so many people, friends of mine that have nice businesses that can't borrow money, they just can't get any money because the banks just won't let them borrow because of the rules and regulations in Dodd-Frank.* »

**428.** De ce fait, les piliers de la réglementation existante des agences de notation devront tenir, voir survivre, malgré cet environnement qui se veut assez hostile. Pour le surplus, les agences de notation risquent de ne plus être un des sujets prioritaires, du moins au niveau européen, en raison de la mise en œuvre de MiFID II et de PRIIPs qui entreront en vigueur au début de l'année 2018 et qui provoquent déjà des bouleversements majeurs pour les marchés financiers et les acteurs de ce dernier<sup>1209</sup>. Ce contexte politique et législatif en pleine effervescence, ajouté à un certain redoux de la situation des Etats ayant soufferts de la crise financière qui voient la fin d'un long tunnel, à l'exemple du Portugal et de l'Espagne qui sortent vraisemblablement du marasme économique<sup>1210</sup>, peut laisser envisager que les agences de notation ne soient plus une priorité majeure du Législateur, qui est, notamment, attentif à d'autres nouveaux enjeux tels le Bitcoin et la Blockchain.

**429.** Cette possible dé-priorisation de l'affranchissement de l'influence des agences de notation se ferait, néanmoins, au mépris du risque important que représente une titrisation frénétique sur les marchés asiatiques, dont la Chine se fait la figure de proue, mais serait la parfaite démonstration que « *l'habituel défaut de l'homme est de ne pas prévoir l'orage par beau temps*<sup>1211</sup>. »

---

<sup>1209</sup> Pete WISE, "Portugal's economic rebound accelerates at start of 2017", Financial Times, May 31<sup>st</sup>, 2017

<sup>1210</sup> Peter S. GOODMAN, "Spain's Long Economic Nightmare Is Finally Over", The New York Times, July 28<sup>th</sup>, 2017

<sup>1211</sup> Nicolas MACHIAVEL, "Le Prince", 1532.

# BIBLIOGRAPHIE

---

## Ouvrages

- AGLIETTA M. et REBERIOUX A., “*Dérives du capitalisme financier*”, p.294, éd. Albin Michel, 6 octobre 2004.
- AGLIETTA M., “*La crise. Pourquoi en est-on arrivé là ?*”, éd. Michalon, 2008.
- AGLIETTA M. et RIGOT S., “*Crise et rénovation de la finance*”, p.41, éd. Odile Jacob économie, Mars 2009.
- AGLIETTA M. et BRAND T., “*Un New Deal Pour L’Europe*”, p.147. Odile Jacob, 21 mars 2013.
- ARNOLD R.A., “*Economics*”, p.795, Cengage Learning, January 4<sup>th</sup>, 2013.
- BACHELIER L., “*Théorie de la Spéculation*”, p. 21 à 81. Annales scientifiques de l’E.N.S., 3e Série, Tome 17, 1900.
- BARING ASSET MANAGEMENT, “*A History*”, November 2010.
- BAUDELAIRE C., “*L’Albatros*”, Les Fleurs du Mal, 1861.
- BEACCO J.M. et HUBAUD B., “*Titrisation – Maillon Clé du financement de l’économie*” coédité par RB Edition et Eyrolles, le 14 mars 2013.
- BOY L., “*L’interprétation en droit économique : facteur d’harmonisation ?*”, issu de la publication commune de Laurence Boy, Jean-Baptiste RACINE, Fabrice SIIRIAINEN, “*Pluralisme juridique et efficacité du droit économique*”, p.4, Bruxelles, Larcier, Droit-Economie internationale, 2011.
- BERTAUD J., “*La Bourse – Anecdote et Pittoresque*”, Les Editions de France, 15 octobre 1933.
- BONNEAU T., “*Droit Bancaire*”, 1040 *Organismes de titrisation*, Domat – Droit Privé, LGDJ, 11<sup>e</sup> édition, 1<sup>e</sup> septembre 2015.
- BORDO M.D. & ORPHANIDES A., “*The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking*”, p.493, University of Chicago Press, June 28<sup>th</sup>, 2013.
- BOSCO D. et PRIETO C., « *Droit européen de la concurrence : Ententes et abus de position dominante* », p.1177, éd. Bruylant, 2013.
- BOSSUET J-B., *Œuvres complètes* Vol. XIV. éd. L. Vivès, 1875.
- CARBONNIER J., “*Droit civil, Introduction* », PUF, Thémis, droit privé, 25<sup>e</sup> éd. 1997, p.22
- CARBONNIER J., “*Flexible droit: Pour une sociologie du droit sans rigueur*”, L.G.D.J., 6<sup>e</sup> édition, Paris, 1988.
- CASE K.E. & SCHILLER R.J., “*Is There a Bubble In The Housing Market?*”, p.340, Cowles Foundation For Research in Economics Yale University, Paper n°1089, 2004
- CIBY J., “*Credit Risk Analysis: A Tryst With Strategic Prudence*”, p.16, Tata McGraw-Hill Education, 2006.
- COHAN W.D., “*The Last Tycoons: The Secret History of Lazard Frères & Co*”, Broadway Books N.Y., 2007.
- COHEN E., “*Penser la Crise : Défaillances de la théorie, du marché, de la régulation*”, p. 407, Ed. Fayard, 2010.

CORNELL UNIVERSITY LAW SCHOOL, *Law dictionary and encyclopaedia* (online version) [http://topics.law.cornell.edu/wex/First\\_amendment](http://topics.law.cornell.edu/wex/First_amendment).

CORNU G., “*Vocabulaire juridique*”, 9ème édition, Association Henri CAPITANT, PUF, 22 août 2011.

CORTI (Comte) E-C, “*La Maison Rothschild*”, 2 vol. Paris – éditions Payot. 1929.

COSKUN D., “*Credit rating agencies in a post-Enron World: Congress revisits the NRSRO concept*”, *Journal of Banking Regulation*, p.266, Vol.9, 4 264 – 283, Pub. Palgrave Macmillan, 2008.

COURNOT A-A., “*Recherches sur les Principes Mathématiques de la Théories des richesses*”, rééd. Hachette, 1938.

DARBELLAY A., “*Regulating Credit Rating Agencies*”, Edward Elgar Publishing, September 30th, 2013.

DEVOLUY M. et KOVAR R., “*Union économique et monétaire*”, Répertoire de droit européen, Dalloz, Avril 2015

DE LA BRUYERE J., “*les Caractères*”, p.126 et p.160, éd. Librairie de Firmin DIDOT Frères, Imprimeur de l’Institut, Rue Jacob, 56. 1845.

DE FERRIERE C., “*La Jurisprudence du Digeste Conférée avec les Ordonnances Royaux, Les Coutumes de France et les décisions des Cours souveraines*” Imprimé avec Privilège du Roy, chez Jean COCHARD, 1677.

DE MONTAIGNE M., “*Essais*” III-8, 1580.

DE TOCQUEVILLE A., “*De la démocratie en Amérique*”, 1835, réédition Folio, 23 mai 1986.

DE VRIES T. & DE HAAN J., “*Credit Ratings and Bond Spreads of the GIIPS*”, p.2 DNB Working Paper n°432, July 2014

DRURY G.H., “*The Historical Guide to North American Railroads : Histories Figures, and Feature of more than 160 Railroads Abandoned or Merged since 1930*”, ps.87-93 Waukesha, Wisconsin, Ed. Kalmbach Publishing, 1994.

FAMA E., “*The behaviour of stock Market Prices*”, *Journal of Business*, University of Chicago Press, 1965.

FAMA E., “*Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work, pp.383 to 417 The Journal of Finance*”, Vol.25, N°2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y, December, 28-30, 1969, Pub. Blackwell Publishing for the American Finance Association, May, 1970.

FARJAT G., “*L’Ordre Public économique*”, Paris, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1963

FARJAT G., “*Droit économique*”, 1ère édition, Paris, P.119, PUF Thémis, 1971.

FARJAT G., « *L’Ordre Public économique* », Paris, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1963 .

FERGUSON C.H. et FONS J., “*L’Amérique des Prédateurs*”, p153-154, éd. JCLattès, 2013.

FIGHT A., “*The ratings game*”; *Frontiers in Finance*, January 15<sup>th</sup>, 2001.

FOX L., ENRON: “*The Rise and Fall*”, Chapter “*Racing the Clock*”, p.281, Pub. John Wiley & Sons, January 30<sup>th</sup>, 2004.

FRIEDMAN M., “*Capitalism and Freedom*”, University of Chicago Press, 1962

FRIEDMAN M. & JACOBSON SCHWARTZ A., “*A Monetary History of the United States, 1867-1960*”. éd. Princeton University Press. 1971.

FRISON-ROCHE M-A., ouvrage collectif “*les leçons d’Enron : Capitalisme, la Déchirure*”, éd. Autrement, p.163, 2 janvier 2003.

FRISON-ROCHE M-A., “*Les différentes Natures de l’Ordre Public Economique*”, Contribution aux Archives de Philosophie du Droit, 25 Octobre 2015.

FRANCIS LEFEBVRE, “*Mémento pratique comptes consolidés*”, 2010.

GAILLARD N., “*Les agences de notations*” ; La Découverte, 2010.

GARCIA ALCUBILLA R. & RUIZ EL POZO J., “*Credit rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation*”, p.148, Oxford University Press, 2012.

GIBSON H.D., HALL S.G. & TAVLAS G.S., “*Doom Loops: The Role of Rating Agencies in the Euro Financial Crisis*”, p.29, University of Leicester, Department of Economics, Working Paper n°14/16, December 2014.

GOLDSMITH (Sir) J. M., “*Le Piège*”, p.10, éd FIXOT, 29 mars 1994.

GOLIN J. & DELHAISE P., “*The Bank Credit Analysis Handbook: A guide for Analyst, Bankers and Investors*”, John Wiley & Sons, March 18th, 2013.

GOODHART C., “*The Basel Committee on Banking Supervision, A history of the Early Years 1974-1977*”, p.11, Cambridge University Press, 2011

GRAHAM B., « *The Intelligent Investor* » (L’Investisseur Intelligent); New York: Harper & Brothers 1949, rééd. Valor éditions, 2012.

GREELEY L., “*What Publications of Commercial Agencies Are Privileged*”, The American Law Register, November 1887.

GUERRERA F., THOMAS H. & FARRELL G., “*Banks’ links with rating agencies probed*”. Financial Times, May 13<sup>th</sup>, 2010.

GUP B.E., “*The New Financial Architecture: Banking Regulation in the 21<sup>st</sup> Century*”, p.8 Greenwood Publishing Group, 2000.

GUTTMANN R., “*Finance-Led Capitalism: Shadow Banking, Re-Regulation, and the Future of Global Markets*”, Palgrave Macmillan, November 17<sup>th</sup>, 2014.

GREEN P. & GABOR G., “*misleading Indicators: How to Reliably Measure your Business*”, Misleading Ourselves with Measurements of Risk p.242, Pub. ABC-CLIO, 2012.

HAROLD G., “*Bond Ratings as an Investment Guide*”, New York Ronald Press (1938), p. 12

HASLAM C., ANDERSSON T., TSITSIANIS N. & YIN Y.P., “*Redefining Business Models: Strategies for a Financialized World*”, Figure 8.3, Pub. Routledge, 2013.

HERLIN P., “*Finance- Le nouveau paradigme : Comprendre la crise avec Mandelbrot, Taleb...*”, p. 33 & 34, édition Eyrolles, 7 juillet 2011.

HEUGAS-DARRASPEN H., Financement des particuliers : Dispositions communes aux crédits pour le logement, Œuvre collective sous la direction de Philippe MALINVAUD, Dalloz Action Droit de la construction. Prêt immobilier et titrisation, 2013.

HOMER S. & SYLLA R., “*A history of Interest Rates*”. 3<sup>rd</sup> ed. Rev. Rutgers University Press, 1996.

JEZE G., “*Cours de science des finances publiques*”, p. 46, éd. Marcel Giard, Paris, 1931.

KANT E., “*Fondement de la métaphysique des mœurs*”, 1796, édition Flammarion, Paris 1994

KAUFMAN G.G., “*Reforming Financial Institutions and Markets In the United States: Towards Rebuilding a Safe and More Efficient System*”, p.122 - 123, Springer Science & Business Media, December 6<sup>th</sup>, 2012.

KEYNES J-M, “*Théorie générale de l’emploi, de l’intérêt et de la monnaie*”, éd. Payot, 1942.

KITROMILIDES Y., “*The Formulation of Debt and Deficit Policy: Democracy, Technocracy and Public Policymaking*”, p.25, edited by Philip ARESTIS and Malcom SAWYER, Publisher Palgrave Macmillan, 2014.

KOLB R.W., “*Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*”, p.54, pub. John Wiley & Sons, 2010.

KOPPEL N., “*Credit Raters Plead the First. Will It Fly*”, Wall Street Journal, April 21<sup>st</sup>, 2009.

KOTHARI V., Securitization: “*The Financial Instrument of the Future*”, p.100, Pub. Wiley Finance ; 2006.

LACROIX A. et DUPIEUX P. “*Le Napoléon : ou les drames de la monnaie française depuis deux mille ans*”, p.212-215 Nouvelles éditions Debresse, 1973

LADREIT DE LACHARRIERE M., “*Le droit de noter*”, p 28. éd Grasset. Octobre 2012.

LAINE M., *“La Grande Nurserie – En Finir avec l’infantilisation des Français”*, JC Lattès, 22 février 2006.

LAINE M., *“Post Politique”*, Chapitre 3- L’hypercrise : un moment post –politique, JC Lattès Janvier 2010

LANGOHR H. & LANGOHR P., *“The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work, and Why They are Relevant”*, p.276, pub. John Wiley & Sons, 2010.

LANOIS P., *“L’effet extraterritorial de la loi Sarbanes Oxley”*, p.5 éd RB Edition, 20 mars 2008.

LEBOUCHER S., *“Le Collatéral, pierre angulaire des marchés financiers”*, Revue Banque n 745, Solvabilité 2: un nouveau départ pour les offres aux assureurs, février 2012.

LEESON N., *“Trader fou”*, Autobiographie, Paris, éd. Jean –Claude Lattès, 1996.

LE FUR L., *“Etat fédéral et confédération d’états”*, p.443, éd. Marchal et Billard, 1896.

LEGG M. & HARRIS J., *“How the American dream became a global nightmare: An analysis of the causes of the Global Financial Crisis”*, p. 350- 289, The University of New South Wales Law Journal 2009, January 2009.

LEWIS M., *“Flash Boys: A Wall Street Revolt”*, W.W.Norton et Company, March 31<sup>st</sup>, 2014.

LHOMME B., *“Ratio Cooke”*, p.940 et 941, Revue Banque, Septembre 1998

LINGUET S-N-H., *“Annales Politiques, Civiles et Littéraires du dix-huitième Siècle ”*, 1777-1792.

MACHIAVEL N., *« Le Prince »*, 1532

MACNEIL I.G., *“An Introduction to the Law on Financial Investment”*, Bloomsbury Publishing, 2<sup>nd</sup> edition, January 20<sup>th</sup>, 2012.

MAZEAUD H., MAZEAUD L., MAZEAUD J., CHABAS F., JUGLART de M., *“Leçons de droit civil”*, Volume 1, p.23, édition Montchrestien, 1980.

McDONALD L.G. & ROBINSON P., *“A Colossal Failure of Common Sense: The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers”*, p.71.Crow Business éd. October 12<sup>th</sup>, 2010.

MISHKIN F., *“Monnaie, banque et marchés financiers”*, p.377, éd. Pearson Education France, 27 août 2010.

MOODY J., *“Moody’s Analyses of Railroad Investments”*; N-Y, 1909.

MOLONEY N., FERRAN E. & PAYNE J., *“The Oxford Handbook of Financial Regulation”*, p.268, Oxford University Press, Oxford, August 27<sup>th</sup>, 2015.

MONNET J., *“Mémoires”*,éd. Fayard, 1976.

MOULIN J.M., *“Le Droit de l’Ingénierie financière”*, 1027, éd. Gualino, 2013.

NEAL L., *“The rise of Financial Capitalism: International Capital Market in the Age of Reason”*; Cambridge University Press, 1990.

NICHTER L.A., *“Richard Nixon and Europe”* p.71, Cambridge University Press, May 19<sup>th</sup>, 2015.

NORRIS J.D., *“R.G. Dun & Co., 1841-1900: The Development of Credit Reporting in the Nineteenth Century”*; Greenwood Press, 1978.

OHL D., *“Droit des sociétés cotées”*, 2<sup>e</sup> édition, Litec, N° 11, p.10, 2007.

PEPINO S., *“Sovereign Risk and Financial Crisis: The international Political Economy of the Eurozone”*, Pub. Palgrave Macmillan, August 4<sup>th</sup>, 2015.

PLATON, *“La République”*, Livre I, éd. BNF. 1877.

POHL M., FREITAG S., *“Handbook on the History of European Banks”*, European Association for Banking History, 1994.

PORTAL T. & ROUX-DUFORT C. *“Prévenir les crises: Ces Cassandres qu’il faut savoir écouter”*, Armand Colin, 5 juin 2012 .

POULIE J-B., *“Réflexion sur le droit souple et le gouvernement d’entreprise – Le Principe se conformer ou expliquer en droit boursier”*, éd. L’Harmattan, 1<sup>er</sup> mai 2011.

RAFFALOVITCH A., Diplomate Russe, *“L’abominable vénalité de la presse”*, 1931.

RAWNSLEY J.H., *“Total risk, Nick LEESON and the Fall of Barings Bank”*, New York, Harper Collins Publishers, 1995.

REISEN H. & VON MALTZAN J., *“Boom and Bust and Sovereign Ratings”*, Pub. Blackwell Publishers Ltd.1999, December 16<sup>th</sup>, 2002.

ROY-HENRY B., *“VIDOCQ : Du bague à la préfecture ”*; L’Archipel, 2001.

ROUSSEAU J-J., *«Du Contrat Social; ou, Principes Du Droit Politique»*, éd. Marc-Michel REY. 1762.

ROUBINI N. & MIHM S., *“Crisis Economics”*, p.135 -136, éd .Penguin Book 2011

SAVARY DES BRUSLONS J., *“Dictionnaire Universel de Commerce Contenant tout ce qui Concerne Le Commerce qui se fait dans les Quatre Parties du Monde”*, 100, Tome 3, Publié Chez La Veuve ESTIENNE, 1741.

SCHAPIRO M.L., *“Lehman Brothers Examiner’s Report: Congressional Testimony”*, p.3, Diane Publishing, 2010.

SCHROEDER A., *“L’effet boule de neige”* Biographie Officielle de Warren BUFFETT, p. 824 & 825. Valor éditions. 2010.

SEITZ F. & JOST T., *“The Role of the IMF in the European Debt Crisis ”*, University of Applied Sciences Amberg-Weiden, Diskussionspapier N°32, January 2012.

SMITH A., *“Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations”*, Livre IV, ch. 2, 1776 ; d’après réédition, éd. Flammarion, 1991, tome II p. 42-43

SMITH G., *“Why I left Goldman Sachs: A Wall Street Story”*, Grand Central Publishing, 1<sup>st</sup> ed, October 22, 2012.

SOROS G., *“The Crash of 2008 and what it means: The New Paradigm for Financial Markets”*, PublicAffairs, 2009.

STIGLITZ J.E., *“Globalization and Its Discontents”* last Chapter; W.W.Norton & Company, 2003.

STIGLITZ J.E., *“Freefall: America, Free Market & the Sinking of the world economy”*, p.30, W.W. Norton & Company, New York 2010

STONE A. & BREWSTER M., *“King of Capital: Sandy Weill and the Making of Citigroup”*, Pub.Wiley, June 11<sup>th</sup>, 2002.

SUPIOT A., *“Le sommeil dogmatique européen”*, p.195. Revue française des affaires sociales, vol.1, 2012

SUPIOT A., *“La Gouvernance par les nombres”*, Cours au Collège de France (2012-2014), éd Fayard, 18 mars 2015.

SYLLA R., *“A Historical Primer on the Business of Credit Ratings”*; Department of Economics Stern School of Business, N.Y, March 1<sup>st</sup>, 2001.

TRUSLOW ADAMS J., *“The Epic of America”*, Greenwood Press, 1931.

TURPIN François-Henri *“Histoire du Gouvernement Des Anciennes Républiques. Où l’on découvre la cause de leur élévation et de leur dépérissement”*, p.70, Imprimeur LEROUGE, Rue Nicaise, Maison Longueville, Paris, 1796

VEGANZONES M-A. & WINOGRAD C., *“Argentina in the 20<sup>th</sup> Century: An Account of Long-Awaited Growth”*; Organization for Economic Cooperation and Development, 1997.

VIDOCQ E-F., *“Mémoire de VIDOCQ, Chef de la Police De Sureté ”*, TENON Librairie – Editeur, Paris 1828.

VISSER W., *“The Age of Responsibility: CSR 2.0 and the New DNA of Business”*, Pub. John WALLACE H., POLLACK M.A. & YOUNG A.R., *“Policy-Making in the European Union”* p.177-178, Oxford University Press, January 25<sup>th</sup>, 2015.

WEBER M., *“Le Savant et le Politique”*, 1919, édition Plon, Paris, p.125, 1959.WIGMORE B.A., *“The Crash and Its Aftermath: A History of Securities Markets in the United States 1929-1933”*, Table A.7 *“Moody’s Ratings for Railroad Bond Issues over \$40 Million Maturing after December 31<sup>st</sup>, 1950”*,p.590, Greenwood Publishing Group, 1985.

WILEY & Sons, March 2011.

ZELMER M., “*La réforme du processus de notation financière*”, p.53, Banque du Canada, Revue du Système Financier, décembre 2007.

ZIEGLER P., “*The Sixth Great Power: Barings 1762-1929*”; Collins, 1988; Business & Economics.

## Articles

### Académiques

AÏDA J. et MOREL C., “*Les interactions des référentiels Bâle III et IFRS*”, Revue Banque n°747, 27 mars 2012

AIDAN J., BARNECHE F. et LACOSTE G., “*Le trading haute fréquence sous haute surveillance*”, Marché financiers, Revue Banque n°750, 26 juin 2012

ALEXANDRE H., “*Reporting réglementaire : Trop de transparence tue la transparence*”, p.45, Revue Banque N°724 « *Titrifier plus pour financier plus, à quelles conditions ?* », mai 2010.

ALEXANDER K., “*The Risk of Ratings in Bank Capital Regulation*”, pp.299 – 310, European Business Law Review, Wolters Kluwer Law & Business, [2014] EBLR 205-347, 2014.

ALAMOWITCH S. et GRANIER T., “*Titrisation et crise financière*”, p.10, Eclairage, Bulletin Joly Bourse, N 1, janvier/février 2008

ALLEN, B. CHAN K.K & MILNE A., “*Basel III: Is the cure worse than the disease ?*”, p.159 - 166 International Review of Financial Analysis, Cass Business School, City University of London Volt 25, December 2012.

ALMEIDA H., CUNHA I., FERREIRA M.A. & RESTREPO F., “*The Real Effects of Sovereign Credit Rating Downgrades*”, p.13, Journal of Finance, February 14<sup>th</sup>, 2014.

ANDRADE P., BRECKENFELDER J., DE FIORE F., KARADI P., TRISTANI O., “*The ECB’s asset purchase programme: an early assessment*”, p.14, footnote 6, ECB Working Paper Series No 1956, September 2016.

ANSALONI G., “*Le risque de crédit, critère de la notion d’opération de crédit en droit français*”. Revue Banque et Droit n°148, Avril 2013.

ARTUS P., BETBEZE J-P., DE BOISSIEU C. et CAPELLE-BLANCARD G. “*La Crise des Subprimes*”, p.83, 144 & 145, La Documentation française, Paris 2008.

AUDIT M., “*Insolvabilité : Vers un droit des faillites pour les Etats*”, Revue Banque n°784 “*Les dettes souveraines*”, Avril 2015.

AUDIT M., “*Aspect internationaux de la responsabilité des agences de notation*”, p.581, Revue critique de droit international privé, 2011.

BANQUE DE FRANCE, “*Les interconnexions directes et indirectes entre risque souverain et risque bancaire*”, p.54, Documents et Débats N°4, Mai 2012.

BAUM C.F., KARPAVA M., SCHÄFER D. & STEPHAN A., “*Credit Rating Agency Announcements and the Eurozone Debt Crisis*”, p.5, Discussion Papers n°1333, German Institute For Economic Research (DIW), Berlin, November 4<sup>th</sup>, 2013.

BARRE R., « *Quelques aspects de la régulation du pouvoir économique* », Revue économique, Volume 9, n°6, p 913. 1958.

BIELECKI T.R., CIALENCO I. & IYIGUNLER I., “*Collateralized CVA Valuation with Rating Triggers and Credit Migrations*”, p.2, Illinois Institute of Technology, May 12<sup>th</sup>, 2012. ”

BIROUK O. et CASSAN L., “*La titrisation en France*”, Bulletin de la Banque de France, N°190, 4<sup>e</sup> Trimestre 2012, Direction générales des statistiques, 2012.

BLINDER A.S., LOH A.W. & SOLOW R.M., “*Rethinking the Financial Crisis*”, Russel Sage Foundation, P.195, 2013.

BODIE Z., “*On Asset-Liability Matching and Federal Deposit and Pension Insurance*”, Federal Reserve Bank of St.Louis, Review, p.326, July/August 2006.

BONFILS S., « *Actualité législative et réglementaire au plan national* », Focus sur le recours aux agences de notation, 15<sup>e</sup> journée de formation des RCCI et des RCSI, p.38 et p.39, 2015.

BONNEAU T., “*Coup de projecteur sur les agences de notation*”, p.1184, La Semaine Juridique, 2<sup>e</sup>dition Générale (JCP G.), n°45, novembre 2011.

BONNEAU T., “*MIF II : aperçu général de la directive et du règlement du 15 mai 2014*”, Revue de Droit bancaire et financier No6, dossier 59, Novembre 2014,.

BONNEAU T., “*La norme prudentielle*”, p.36, Revue de Droit bancaire et financier, n° 3, Mai 2015

BONNEAU T., “*Agences de notation – Sanction ESMA - ESMA, Board of supervisors, Decision, 24 June 2015, DBRS Ratings Limited, ESMA 2015/1048*”, n° 5, Comm. 175, Revue de droit bancaire et financier, Septembre Octobre 2015

BONNEAU T., “*Sanction ESMA*”, Revue de Droit bancaire et financier No. 6, comm. 264 Novembre 2016

BRÉHIER B., “*les nouveaux législateurs: OICV, Comité de Bâle, GSB, G20*”, p.31, Revue de Droit Bancaire et Financier n°3, Mai 2015.

BRATTO W.W., “*ENRON and the Dark Side of Shareholder value*”, University of Pennsylvania Law School, Law review, May 2002.

BROUSSEAU E., “*Les marchés peuvent-ils s'autoréguler?*”, Cahiers Français N 313-2003, mars - avril 2003

CHASSIN DE KERGOMMEAUX X., “*Organisme de Titrisation*”, Répertoire de droit des sociétés, Dalloz, janvier 2010 (actualisé : janvier 2014).

CONAC P-H., “*La régulation américaine des agences de notation*”, Fédération Française des Sociétés d'Assurances, Risque : Les Cahiers de l'Assurance n°61, mars 2005.

CRAWFORD C., Borough of Manhattan Community College, “*The Repeal of The Glass-Steagall Act and the Current Financial Crisis*”, Journal of Business & Economics Research, Volume 9, n°1, p.132. January 2011.

COURET A., « *Mondialisation et droit des sociétés: La structure juridique des entreprises (corporate governance)*», p. 339 – 367, Revue Internationale de Droit Economique, tome XVI, 2002.

COURET A., “*Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation*”, page 765, Revue des sociétés 2003, Dalloz, 14 janvier 2004.

COURET A., “*Les axes directeurs de la loi sur la titrisation*”, La vie du droit bancaire et financier “*La Titrisation*”, p.9, Université du Luxembourg – Association Luxembourgeoise des Juriste de Droit Bancaire, éd. Anthemis, 2008

DAVID C. & GEST G., “*Impôt*”, p.1, Répertoire de droit international, Dalloz, Décembre 1998.

DECKERT K. et VOJOVIC J. “*La responsabilité civile des agences de notation en Australie – A propos de la décision rendue le 6 juin 2014 par la Federal Court of Australia dans l’Affaire ABN AMOR BANK NV V. BATHURST REGIONAL COUNCIL*”, No 2015/1, p.58, Revue internationale des services financiers/International Journal for Financial Services, 2015.

DE LAROUILLIERE R., « *Réglementation bancaire mondiale : vers une version modernisée du Glass Steagall act ?* », p.22, Revue Banque n°713, mai 2009, publié le 15 juin 2009.

DELIVORIAS A., “*The ECB’s Expanded Asset Purchase Programme, Will quantitative easing revive the euro area economy?*” Briefing, Member’s Research Service, PE 548.976, European Parliament, February 2015.

DE VAUPLANE H., “*Contrôle interne, conflits d’intérêts et risque de réputation*”, Revue Banque n°675, p.99. Décembre 2005, publié le 2 janvier 2006.

DE VAUPLANE H., “*L’erreur de S&P sur la note AAA de la France : Quelle responsabilité juridique ?*”, Alternatives Economique, 14 novembre 2011.

DE VAUPLANE H., & Matthieu DUBERTRET, “*La responsabilité des intermédiaires en matière de produits subprimes : la fin du début ou le début de la fin ?*”, p. 2447, Recueil Dalloz, 28 octobre 2010

DE VAUPLANE H., “*Faut-il supprimer les pouvoirs de sanction de l’AMF et de l’ACPR ?*” Revue Banque, n°767-768, Janvier 2014.

DIMITROV V., PALIA D. & TANG L., “*Impact of the Dodd-Frank Act on Credit Ratings*”, p.9, Journal of Financial Economics, University of Rochester, April 2<sup>nd</sup>, 2014.

DU MARAIS B. et FROUTÉ P., “*Le Droit, Les Agences de Notation et La Crise du Crédit*”, Revue d’économie financière et risques – Hors-Série “*Crise financière : analyses et propositions*”, p.271, Volume 7, Numéro 1, 2008.

ELLSWORTH L.P. & PORAPAIBOO K.V., “*Credit Rating Agencies in the Spotlight: A New Casualty of the Mortgage Meltdown*”, American Bar Association Business Law Section, Business Law Today, Volume 18, Number 4, March/April 2009..

ESTRADA-CAÑAMARES M., GOMEZ VENTURA G. & DÍEZ SÁNCHEZ L., “*Constitutional Change Through Euro Crisis Law: Spain*”, p.14, European University Institute Department of Law, September 12th, 2014.

FLANDREAU M., GAILLARD N. & PACKER F., “*Ratings Performance, Regulation and the Great Depression: Lessons from Foreign Government Securities*”, CEPR Discussion Paper, March 2009.

FLANDREAU M. & SLAWATYNIEC J.K., “*Understanding Rating Addiction: US Courts and the Origins of Rating Agencies’ Regulatory Licence (1900-1940)*”, p.3, The Graduate Institute Geneva, Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper N°: 11/2013, 2013.

FRANCHOT A. et GOURIEROUX C., “*Titrisation et remboursement anticipé*”, p.14 et 15, éd. Economica, Mars 1995.

FRISON-ROCHE M-A., “*Définition du droit de la régulation économique*”, p.126 -128, Concurrence- Distribution, No2., Recueil Dalloz, 2004.

GAILLARD N., « *Quelles réformes pour l’industrie de la notation financière ?* », p.74, Revue d’économie Financière n°101, 2011/1, 2011.

GAUBERTI A. et D’HEROUVILLE J-G., “*Faut-il légiférer sur l’activité des analystes financiers*” Banque Magazine, n°648, p.43-44, Juin 2003.

GAUZES J-P., « *CRA 3 : un texte encore très discuté au parlement* » Revue Banque n°749, 29 mai 2012.

GONZALES F., HAAS F, JOHANNES F., PERSSON M., TOLEDO L., VIOLI R., ZINS C. & WIELAND M., “*L’incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature*”, p.61, Banque de France, Revue de la stabilité financière ; N°4, Juin 2004.

GOURIO A. “*L’adoption de la loi du 24 janvier 1984*”, p.7&8, Banque & Droit –Hors-Série, Mars 2014.

GRANIER T., “*Vision économique et définition juridique de titrisation, l’intérêt d’une confrontation*”, Revue trimestrielle de droit financier, n°4, p.104, 2009.

GRANIER T., ROUTIER R. et LE CANNU P., “*Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*”, Précis Dalloz, n°882 et suivants. Septembre 2010.

GRANIER T., “*Titres de créance, titres composés, contrats financiers*”, 20.- Conditions d’émission des titres de créances négociables, JCI. Sociétés Traité, date de fraîcheur 1<sup>er</sup> juillet 2016.

GRAYBOW M., “*Credit Rating Agencies Fending Off Lawsuits from Subprime Meltdown*”, Insurance Journal, July 14th, 2008.

HEJE PEDERSEN L., “*Liquidity Risk and Structure of Financial Crises*”, NYU Stern School, October 2008.

HIDY R.H., “*Credit rating before Dun and Bradstreet*”; Bulletin of the Business Historical Society, vol. 13, n°6, Harvard Business School-Baker Library-Bloomberg Center. 1939.

HUBERDEAU P., “*La dette souveraine est-elle assurable?*” Revue Banque – Banque & Stratégie n°307, ENASS PAPERS 3 : L’extension de l’univers du risque 9 octobre 2012.

HULL J., PREDESCU M. & WHITE A., “*The relationship between Credit Default Swap Spreads, Bond Yields, and Credit Rating Announcements*”, Rotman School of Management working Paper N°2173171, January 2004.

HULL J. & WHITE A., “*Ratings, Mortgage Securitizations, and the Apparent Creation of Value*” Sec.3 Subprime Securitization, p.8 & 9, Pub. Russel Sage Foundation Volume, Chapter 7, Last version November 2011.

HULL J. & GODLEWSKI C., “*Gestion des risques et institutions financières*”, p.332 Pearson Education France, 2010.

IANKOVAE., POCHON F. et TEILETCH J., “*L’impact des décisions des agences de notation sur le prix des actions françaises: une comparaison du cas français avec le cas européen et américain*”, Economie et Prévision n°188 2009/2, 2009.

KEIZER B., “*La gestion des risques dans les banques*”, Revue d’économie financière, p.352, Vol.27, n° 4, L’industrie Bancaire, 1993.

LACROIX F., “*Titrisation : le diable au service de l’économie réelle*”, Revue Banque n 774, Juillet -Aout 2014.

LAINÉ M. et SALIN P., “*Le Mythe de la Transparence Imposée*”, La semaine juridique Entreprise et Affaires, N° 45. 6 novembre 2003.

LE BARS B., “*Association d’actionnaires et de défense des investisseurs*”, Répertoire de droit des sociétés, Dalloz, janvier 2011.

LE CANNU P., “*Attributions et responsabilités des associations de défense des actionnaires et investisseurs*”, Revue des Sociétés, Dalloz, p. 239, spec. 248, 1995.

LE FUR A-V., “*Les nouveaux services de crédit alternative: la pratique du peer to peer lending ou l’uberisation du crédit*”, Revue de Droit Bancaire et Financier, No 1, Janvier 2017, dossier 7.

LEWKOWICZ G., “*les agences de notation financières contre les Etats : une lutte globale pour le droit à l’issue incertaine*”, p.1, Série des Workings Papers du Centre Perelman de Philosophie du Droit n°2013/02, Université Libre de Bruxelles, 2013.

LUCAS DE LEYSSAC C., “*L’opacification du droit de la transparence, conséquence de sa codification*” mélanges Guyon, Aspect actuels du droits des affaires, p.751, Dalloz, 2003.

MADERS H-P., MASSELIN J.L. & FRATTA H., “*Contrôle permanent et contrôle périodique, quelles complémentarités*”, Revue Banque No778, Collecte de l’épargne : la délicate machinerie des banques, Novembre 2014.

MARINI P., “*CRISE DES SUBPRIMES: Le résultat de l’obsolescence réglementaire*”, Revue Banque n°696, Finance Islamique – L’ouverture Européenne, Novembre 2007.

MARTY F., “*La Commission soumet à un test de marché les engagements proposés par Standard and Poor’s pour mettre un terme à la procédure engagée à l’encontre de ses pratiques tarifaires en matière de diffusion et d’utilisation des numéros internationaux d’identification des valeurs mobilières (ISIN)*”, pp. 108-110, Concurrences n° 3-2011.

MARTY F., “*La Commission européenne rend obligatoires des engagements proposés par une entreprise pour mettre un terme à la procédure engagée à l’encontre de ses pratiques tarifaires en matière de diffusion et d’utilisation des numéros internationaux d’identification des valeurs*

*mobilières (ISIN)*”, (Comm. eur., déc. C(2011) 8209 final du 15 novembre 2011, Standard and Poor’s, aff. COMP/39592), pp.107-108, Concurrences n° 1-2012.

MASOUNAVE A., “*Agences de notation : en finir avec l’oligopole*”, p.24 & 25 Revue Banque n°749, Juin 2012

MATTOUT J.P., “*Garantie à première demande et ratio de solvabilité*”, *Revue de Droit Bancaire et Financier*, p.62, n° 2, Mars 2000.

MONTMAUR V. “*Le rôle des agences de notation dans l’évaluation des collectivités territoriales*” *Actualité Juridique des Collectivités Territoriales*, AJCT 2012, p.68, Dalloz, 15 février 2012.

MOULIN J.M., “*L’encadrement juridique des activités des analystes financiers et des agences de notation*”, p. 145, *Revue de Droit bancaire et financier*, mars 2004.

MOULIN J.M., “*Conflits d’intérêts chez les agences de notation*”, *Bull. Joly Bourse*, numéro spécial, décembre 2008, p.580. 87.

MUIR WATT H., “*Dette souveraine et main visible du marché: de nouveaux enjeux du droit international privé des contrats*”, p.331-353, *Revue critique de droit international privé*, No2, 2015.

MULLER A-C, “*La sécurisation du système bancaire et financier*”, *Revue de Droit bancaire et financier* n° 6, dossier 46, Novembre 2014.

MULLER A-C., “*Révision du règlement (CE) No 1060/2009*”, *Revue de Droit bancaire et financier* No 3, comm.116, Mai 2013.

NICOLET M-A., “*Renouveau de la titrisation et impact sur la maîtrise des risques*”, *Revue Banque Rub. Finance de Marché* n°783, Conformité : entre prévention et sanction, mars 2015.

NOUY D., “*L’économie du nouveau dispositif et les conséquences de la nouvelles réglementation*”, p. 97-110, *Revue d’économie financière*, volume 73, numéro 4, 2003.

OLLEON – ASSOUAN E. “*Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps)*”, *Banque de France – Revue de la stabilité financière*, p.104, N°4, Juin 2004.

PARLEANI G., “*La responsabilité civile des agences de notation*”, *Droit Bancaire et Financier*, Mélanges AEDBF – France VI, RB éditions, le 7 novembre 2013

PARTNOY F., “*The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*”, *Washington University Law Quarterly*, p.694, Vol.77 : 619, n °3 1999.

PARTNOY F., “*How and Why Credit Rating Agencies Are Not like Other Gatekeepers*”, *University of San Diego, San Diego Legal Studies Research Paper Series* ,May 2006.

PARTNOY F., “*What’s (Still) Wrong with Credit Ratings*” *Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 17-285 2017, University of San Diego, School of Law, May 16<sup>th</sup>, 2017.

PETIT N., “*Credit Rating Agencies, the Sovereign Debt Crisis and Competition Law*”, *University of Liege*, p.3, August 15th, 2011.

PLUCHART J-J., “*L’éthique des affaires: portée et limites de l’approche fonctionnaliste*”, *La revue des Sciences de Gestion*, p.18 & 19. 2005/6 n°216

POULIE J-B., “*La régulation par l’information en droit des marchés financiers*”, pages 6 à 15, *Petites Affiches*, n°15, 21 janvier 2009

PRATO O., “*Mieux appréhender les risques du portefeuille de négociation*”, p.53, *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 8, Mai 2006.

PRIETO C., “*Le traitement de la crise grecque, entre désolation et espoir*”, p.491, *Revue Trimestrielle de Droit Européen*, Dalloz, 10 novembre 2015.

PRITCHARD M.S., “*Obstacles to Ethical Decision – Making : Mental Models, Milgram and the Problem of Obedience*”, p.185, Cambridge University Press 2013.

RACINE J-B. et SIIRIAINEN F., “Retour sur l'analyse substantielle en droit économique”, *Revue internationale de droit économique* 2007/3 (t. XXI, 3), p. 263. DOI 10.3917/ride.213.0259, 2007.

RAIMBOURG P., “Réformer le fonctionnement des agences de notation”, *Revue Banque* N°749, p.26, Juin 2012.

RAMIREZ S.A., “*Dodd-Frank as Maginot Line*”, p.117, Loyola University Chicago, School of Law, Faculty Publications & Other Works, 15 Chapman L.Rev.109, 2011.

RAVISE J., BARNECHE F. et EL GHARIB J., « *Réforme de la MIF : le trading haute fréquence brouille les cartes* », *Revue Banque* n°735 avril 2011.

REISEN H., “*Ratings Since the Asian Crisis*”, OECD Development Center, Working Paper n°214 November 2003.

ROBBINS GELLER RUDMAN & DOW LLP “*Abu Dhabi Commercial Bank V. Morgan Stanley & Co. Inc: Plaintiffs Reach Landmark Settlement in Case Against Rating Agencies and Morgan Stanley*”, *Corporate Governance Bulletin*, Third Quarter 2013.

RODA J.C., “*L’actualité des procédures négociées : Pratiques anticoncurrentielles et concentrations*”, *Contrats Concurrence Consommation* No6, dossier 4, Juin 2012.

ROLAND H. et BOYER L., “*L’administration de la preuve: les parties et la charge de la preuve*”, *Revue de Droit Henri CAPITANT*, Association Henri Capitant des amis de la culture juridique française, No6, 30 juillet 2013.

ROLLAND P. dans l’article, “*l’irrésistible besoin d’information*”, *les Cahiers de l’Audit*, N°11, 4<sup>e</sup> trimestre, p.23, janvier 2001.

SAHORE A., “*ABN Amro Bank NV v Bathurst Regional Council: Credit rating agencies and liability to investors*”, p.437 - 455 *Sidney Law Review*, The Volume 37 issue 3, September 2015;

SAUVE P. & MATTOO A., “*Domestic Regulation and Service Trade Liberalization*”, p.38, *World Bank Publications*, August 29<sup>th</sup>, 2003.

SAYAG A., “*L’information légale dans les affaires. Quels enjeux ? Quelles évolutions ?*” *Colloque du Creda* p.8, mars 1994, *JCP E*, N°39, 1994.

SCHEINERT C., “*The case for a European public rating agency*”, *European Parliamentary Research Service*, PE 589.865, October 2016

SCHWARCZ S.L., «*The Alchemy of Asset Securitisation*», p.154, *Stanford Journal of Law*, vol. 1:133, *Business and Finance*, 1994.

SJOSTROM JR W.K. “*The AIG Bailout*”, *Washington and Lee Law Review*, Vol 66.p.943, November 1st, 2009.

SORBE S., “*Foreclosures in the United States and financial institutions' losses*” *TRÉSOR-ECONOMICS* No. 57 – May 2009 – p. 3

TONG H. & WEI S-J., “*Real Effects of the Subprime Mortgage Crisis : Is it a Demand or a Finance Shock ?*”, p.23, *IMF Working Paper*, WP/08/186, July 2008.

THORAVAL P-Y. et DUCHATEAU A., “*Stabilité financière et nouvel accord de Bâle*”, p.57, *Banque de France*, *Revue de stabilité financière*, n° 3, Novembre 2003.

VALLENS J-L., “*Faillite*”, *Répertoire de droit européen*, Dalloz, septembre 2009.

VAN GESTEL T. & BAESESENS B., “*Credit Risk Management – Basic Concepts: Financial Risk Components, Rating Analysis, Models, Economic and Regulatory Capital*”, notamment la partie 3 “*Credit Rating*”. *Oxford University Press*, 23 Octobre 2008.

WERHANE P.H., PINCUS HARTMAN L., ARCHER C., ENGLEHARDT E.E. & WHITE L.J., “*Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs is a Better Response*”, p.14, *Journal of International Banking Law and Regulation*, Volume 25, Issue 4, 2010.

WHITE L.J., “*Credit Rating Agencies: An Overview*” *Annual Review of Financial Economics* p.17, July 19<sup>th</sup>, 2013.

WIGGINS R.Z., PIONTEK T. & METRICK A., *“The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview”*, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-31-V1, Pub Yale School of Management. October 1<sup>st</sup>, 2014.

*“Directive abus de marché: le trading haute fréquence mis sous coupe réglée”* Revue Banque n°741 – Novembre 2011, le 25 octobre 2011.

*« S&P condamnée tandis que Morningstar poursuit sa percée »*, Revue Banque n°774, le 30 juin 2014.

## Autres

AFP, *“L’Europe tire à boulets rouges sur les agences de notation ”* ; Le Point, 6 juillet 2011.

AGEFI *“Nouvelle révélation de swap entre Goldman Sachs et la Grèce”*, le 17 février 2010.

AGENCE FRANCE TRESOR, Bulletin mensuel de l’Agence France Trésor No326, Juillet 2017.

AGLIETTA M., *Prône un changement radical de doctrine* ; Les Echos p.8 International, 2 Avril 2009.

BARNIER M., Communiqué de presse faisant suite à la dégradation par erreur de la note de la France par l’agence de notation Standard & Poor’s, Commission Européenne, 11 novembre 2011.

BARNIER M., *« Le Commissaire européen Michel Barnier veut limiter le pouvoir des agences de notation en introduisant plus de concurrence sur ce marché et en les forçant à travailler de manière transparente »*, Interview exclusive, Les Echos. Le 7 décembre 2011.

BALZLI B., Greek Debt Crisis : *“How Goldman Sachs helped Greece to Mask its True Debt”*, Der Spiegel International, February 8th, 2010

BANTON A. & THEODOROU D., *“Holding ratings agencies to account – The Federal Court’s landmark decision in Bathurst Regional Council V Local Government Financial Services”*, p.2 to 6 Piper Alderman, Bulletin, February 2013.

BARLUET A., *“Sarkozy veut un “Bretton Woods” avant la fin novembre”*, Le Figaro, le 18 octobre 2008.

BENOIT G., *“La Banque centrale européenne commence à réduire ses rachats d’actifs”*, Les Echos, le 2 avril 2017

BENOIT G., *“Une Bourse du collateral va voir le jour à Paris”*, Les Echos, le 30 mai 2017.

BINHAM C., *“Brexit cast doubt over rating agencies’ future in London”*, Financial Times, February 22<sup>nd</sup>, 2017.

BION M., *“Le Parlement européen entérine l’encadrement des agences de notation”*, L’AGEFI, Le Point le 17 janvier 2013.

BLUM J., *“Do Capital Adequacy Requirements Reduce Risks in Banking?”*, Journal of Banking & Finance 23, 1999, 766-771, p.757.

BOI L., *“Le projet d’agence de notation européenne est mort”*, Les Echos, le 30 avril 2013.

BOISSEAU L., *“Londres en tête des places financières, mais plus pour très longtemps”*, les Echos, le 27 septembre 2016. BOUILHET A., *“La BCE soutient le Portugal et tacle Moody’s”* ; Le Figaro, 8 juillet 2011.

BOUILHET A., *“La BCE soutient le Portugal et tacle Moody’s”* ; Le Figaro, 8 juillet 2011.

BRAY C., *“Connecticut Sues Raters Moody’s”*, S&P, The Wall Street Journal, March 11<sup>th</sup>, 2010.

CLARK A. & KOLLEWE J., *“Wall Street bank’s investigated over links to ratings agencies”*, The Guardian, May 13<sup>th</sup>, 2010.

COHAN W.D., “*SEC sues the One Rating Firm Not on Wall Street’s Take*”, Bloomberg News, October 1<sup>st</sup>, 2012.

COWAN C.L., American Securitization Forum, “*History and overview of Securitization*”, p.2, November 5<sup>th</sup>, 2003.

CULLEN A., “*European Rating Agency Plan Founders on Lack of Financing*”, Bloomberg, April 29<sup>th</sup>, 2013.

DE GASQUET P., “*L’ « immunité » des agences de notation remise en cause*”, Les Echos, le 7 septembre 2009.

DE LA ROCQUE J.P., “*L’Américain s’accroche à son rêve européen – Rencontre avec Joseph STIGLITZ*”, p.22, Challenge n°434, 21 mai 2015.

DOCQUIERT J., “*Je réfléchis à l’idée d’une agence de notation supplémentaire, qui serait européenne*”, Les Echos, le 30 avril 2010.

DRIF Anne, “*Les agences de notation sous les feux de la concurrence*”, Les Echos n°19438, p.30, le 20 juin 2005.

DUGUA P-Y., “*Standard & Poor’s paie 1,3 milliards de dollars pour tourner la page des subprimes*”, Le Figaro, Economie, 3 février 2015

ELLIOTT L. & INMAN P., “*Eurozone in new crisis as ratings agency downgrades nine countries: the end of the Eurozone?*”, The Guardian, 14 janvier 2012.

ERRARD G., “*Barnier pour une agence de notation européenne*”, le Figaro, le 30 avril 2010

FAUX Z., “*Moody’s, S&P caved In to Ratings Pressure from Goldman, UBS over Mortgages*”; Bloomberg news, April 14<sup>th</sup>, 2011.

FOUQUET C., “*Coface abandonne son projet d’agence de notation*”, les Echos, le 2 mars 2011.

FRANKEN A. & WICKER R., “*SEC must ride herd on credit rating agencies*”, Opinions, CNN, May 17<sup>th</sup>, 2013.

FRIEDMAN T., “*Des chemins de fer aux Etats endettés, la longue histoire des agences de notation*”, Le Monde, Le 8 Juillet 2011.

GAILLARD N., “*Faut’il se « désintoxiquer » de la notation financière*”, Les Echos, le 25 juin 2011.

GASPARINO C., “*Unsolicited Moody’s Ratings Upset Some Bond Issuers*”, The Wall Street Journal, May 2<sup>nd</sup>, 1996.

GASPARINO C., “*Inquiry into Moody’s Ratings Practices Ends as U.S. Agency Takes No Action*”, The Wall Street Journal, March 12<sup>th</sup>, 1999.

GILLEN TINE SWEET A., “*Colorado joins multi-state lawsuit against S&P, The Colorado Springs Business Journal*”, February 6<sup>th</sup>, 2013

GILPIN K.N., “*Federal Antitrust Inquiry Has begun Against Moody’s*”, The New York Times, March 28<sup>th</sup>, 1996.

GOODMAN P.S., “*Spain’s Long Economic Nightmare Is Finally Over*”, The New York Times, July 28<sup>th</sup>, 2017

GLADWELL M., “*The use of adversity*”; Annals of Business, The New Yorker, Nov 2008.

GRAUPNER H., “*German Companies accuse S&P of profiteering*”, Deutsche Welle, Business, April 23<sup>rd</sup>, 2012.

GRYNBAUM M.M., “*Bear Stearns Profit Plunges 61% on Subprime Woes*”, New York Times, September 21<sup>st</sup>, 2007.

GUICHARD G., “*Les agences de notation décryptées*”, Le Figaro, Le 7 juillet 2011.

INSEE, « *Dette trimestrielle de Maastricht des administrations publiques – 1<sup>er</sup> trimestre 2017 : à la fin du premier trimestre 2017, la dette publique s’établit à 98,9% du PIB* », Information Rapides, No 171, 30 juin 2017.

HUIJGEN A., “*Les Pays-Bas, en crise, votent la rigueur*”, Le Figaro, le 27 septembre 2012.

HURTADO P. & VAN VORIS B., “*Morgan Stanley Settles Washington, Abu Dhabi Lawsuits*”, Bloomberg Technology, April 27<sup>th</sup>, 2013.

JARRASSE J., « *Comment le gouvernement a adapté son discours sur le AAA* » Le Figaro, 16 janvier 2012.

KHALIP A. & GONÇALVES S., “*Portugal court rejects some government austerity measures*”, Reuters, April 5<sup>th</sup>, 2013.

KRALL M., « *Nous n'avons pas réussi à atteindre la taille critique pour démarrer* » voir L'article intitulé « *Le projet d'agence de notation européenne est mort* », Les Echos le 30 Avril 2013.

KHIMM S., “*Nation's biggest banking lobby wants to reform Dodd-Frank, not to kill it*”, The Washington Post, November 30<sup>th</sup>, 2011

LAINE M., “*Reprenons le pouvoir sur nos vies!*”, propos recueillis par Ghislain de MONTALEMBERT, Le Figaro, 09 Janvier 2009

LEFTWICH R., “*Comment noter les agences de notation ?*”; Les Echos, L'Art de la Finance, 2011.

LEON B., “*Condamner les agences de notation (Iere partie)*”, Le Monde, le 15 juin 2011.

LEPARMENTIER A, REVAULT D'ALLONES D. et SCHNEIDER V., « *Pouvoir et gauche minimisent la menace sur le AAA français* », le Monde, 7 décembre 2011. LOWENSTEIN R., “*The Ratings Game*”, The New York Times, April 27<sup>th</sup>, 2008.

MARTIN J.O., “*FIMALAC organise sa sortie de l'agence de notation Fitch*”, Le FIGARO du 13 décembre 2014.

MORGENSON G., “*Pension Funds, Dancing a Two-Steps with Ratings Firm*”, New York Times June 14<sup>th</sup>, 2014, & CalPERS Official Statement “*CalPERS Allowed to Proceed with Lawsuite Against Ratings Firms*”, Septembre 11<sup>th</sup>, 2014.

NALLIKAPPEN S., “*Banco do Brasil, Itau Unibanco Ratings Downgraded by Moody's*”, Bloomberg, June 28<sup>th</sup>, 2012.

NEUMANN J., “*Cost of Ratings Suit: \$225 Million*”, The Wall Street Journal, Updated April 29<sup>th</sup>, 2013.

NEUMANN J., “*Bear Stearns Fund Liquidators Sue Credit-Rating Firms*”. The Wall Street Journal, July 10<sup>th</sup>, 2013.

OFFICE OF THE HISTORIAN, “*Oil Embargo*”, US Department of State, October 31<sup>st</sup>, 2013.

OHANA J.J et OHANA S., “*Les agences de notation, coupables, forcément coupables!*”, La Tribune, le 8 juillet 2011.

PADOAN P.C., Interview, La Stampa, 21 juillet 2011.

PALETTA D. & BROWNING E.S., “*U.S. Warned on Debt Load*”, Wall Street Journal, April 19<sup>th</sup>, 2011.

PHILLIPS A. & TILTON A., “*US Daily: Potential Consequences of a Downgrade of the US Sovereign Rating*” Goldman Sachs Research, July 28<sup>th</sup>, 2011.

ROLLAND S., “*les parlementaires européens renoncent à rendre obligatoire la rotation des agences de notation*”, La Tribune, le 19 juin 2012.

ROUBINI N., “*A Global Breakdown Of The Recession in 2009*”, Forbes, January 15<sup>th</sup>, 2009.

SARD B., “*Number of Homeless Families Climbing Due To Recession, Recovery Package Should Include New Housing Vouchers and Other Measures to Prevent Homelessness*”, Center on Budget and Policy Priorities, Economic Recovery Watch, January 8<sup>th</sup>, 2009

SCHILTZ C.B., “*Härte gegen Griechen aus Sorge um Italien*“, Die Welt, 11.07.2011.

SEIB G.F., “*The Greek Problem*”, Wall Street Journal, Octobre 2009.

SEGAL D., “*Ohio Sues Rating Firms for Losses in Funds*”, The New York Times, November 20<sup>th</sup>, 2009.

SEN A., “*It isn't just the euro. Europe's democracy itself is a stake*” The Guardian, Opinion on Greece, June 22<sup>nd</sup>, 2011.

SMITH G., “*Why I left Goldman Sachs*”, New York Times, March 14<sup>th</sup>, 2012.

STEMPEL J., “*Illinois sues S&P over ratings, alleges fraud*”, Reuters, January 25<sup>th</sup>, 2012.

STEMPEL J., “*S&P calls federal lawsuit “retaliation” for U.S. downgrade*”, Reuters, September 3<sup>rd</sup>, 2013.

STIGLITZ J.E., “*Let’s throw away the rule book*”, The Guardian, Economic Policy – Opinion, November 6<sup>th</sup>, 2008.

STIGLITZ J.E., “*The most important consequence of the real of the Glass Steagall*”, Capitalist Fools, Vanity Fair, January 2009.

STIGLITZ J.E., Jonathan M. ORSZAG et Peter R. ORSZAG dans *Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-Based Capital Standard*, Fannie Mae Papers, Volume I, Issue 2 March 2002.

STIGLITZ J.E., “*Greece, the Sacrificial Lamb*”, the New York Times, July 25<sup>th</sup>, 2015.

STORY L., LANDON T. Jr. & SCHWARTZ N.D., “*Wall St. Helped to Mask Bebt Fueling Europe’s Crisis*”, The New York Times, February 13<sup>th</sup>, 2010.

THIBAUT H., “*Avec l’agence de notation Dagong, Pékin veut diffuser sa vision financière du monde*”; Le Monde, Le 4 Août 2011.

TREANOR J., *Portugal bailout closer after S&P delivers credit rating cut – Portugal’s borrowing costs hit record levels after S&P cuts its credit rating to near junk status*”, The Guardian, March 29<sup>th</sup>, 2011.

VEY J.B., “*Fitch : la réforme des retraites est insuffisante*”, Agence Thomson Reuters, 6 septembre 2013.

VILLE DE CANNES, “*Standard and Poor’s confirme la note AA à la ville de Cannes*”, publication officielle, 16 juin 2014.

WAGSTYL S., “*Germany’s Wolfgang SCHÄUBLE puts Grexit Back on the agenda*”, Financial Times, July 16, 2015.

WARD T.W., “*T.W.WARD to Baring Brothers*” Baring Papers, 28 April 1839

WAYNE L., “*How Delaware Thrives as a Corporate Tax Haven*”, The New York Times, June 30<sup>th</sup>, 2012.

WOLF M., “*Why agreeing a new Bretton Wood is vital*”, Financial Times, November 4<sup>th</sup>, 2008.

WILDAU G., “*China’s securitization market blossoms*”, Financial Times, November 8<sup>th</sup>, 2016.

WISE P., “*Portugal’s economic rebound accelerates at start of 2017*”, Financial Times, May 31<sup>st</sup>, 2017.

YANG J.Y., “*Warren BUFFETT’s happy housing story*”, CNNMoney, September 11<sup>th</sup> 2008.

YOUNGLAIR. & DA COSTA A., “*Insight: When ratings agencies judge the world*”, Reuters, Business News, August 2<sup>nd</sup>, 2011.

YUEH L., “*The financial cloud’s silver lining*”, Credit Crunch – Opinion, the Guardian, October 23<sup>rd</sup>, 2008.

“*New York Banks agree on Values*”, Wall Street Journal, December 31<sup>st</sup>, 1931. (cité par FLANDREAU M., GAILLARD N. & PACKER F.)

“*Sarkozy fait des agences de notation un bouc émissaire*”, L’Express.fr, le 25 avril 2008.

“*Gordon Brown’s call for a new Bretton Woods gains traction*”, The Telegraph, October 15<sup>th</sup>, 2008.

“*Timeline –Greece’s debt crisis*”; Reuters Intl, April 16<sup>th</sup>, 2010.

“*The Obama Speech Downgrade - S&P ‘negative’ outlook on the President’s budget strategy*”. The Wall Street Journal, U.S. edition. April 19, 2011. “*Moody’s menace à son tour les Etats-Unis*”, La Tribune, le 2 juin 2011.

“*Des chemins de fer aux Etats endettés, la longue histoire des agences de notation*”, Le Monde, Le 8 Juillet 2011.

« *Standard and Poor's annonce par erreur la dégradation de la note de la France* », Le Monde avec AFP et Reuters, le 10 novembre 2011.

“ *François BAROIN : “Tout est fait” pour conserver le “Triple A”* ”, le Point, le 22 novembre 2011.

“ *Steep S&P ratings prices arouse German Banks' ire*”, Reuters, Market News, August 16<sup>th</sup>, 2012.

“ *Standard & Poor's dégrade la note de l'Italie à un cran de la catégorie spéculative*” La Tribune, 6 décembre 2014.

“ *Standard & Poor's Compra la calificadora colombiana BRC*”, El Tiempo, October 1<sup>st</sup>, 2014

“ *Securitisation market in India grew 45% in FY 2016*”, MoneyLife India, June 16<sup>th</sup>, 2016.

“ *Moody's \$864m penalty for ratings in run-up to 2008 financial crisis*”, Reuters, January 14<sup>th</sup>, 2017.

“ *Moody's paye 864 millions de dollars pour tourner la page des subprimes*”, L'Express, 14 janvier 2017

“ *NSW Councils audited over subprime crisis*”, ABC New, August 22<sup>nd</sup>, 2017.

## **Publications agences de notations**

FIMALAC, « *Cession de 30% de Fitch Group à Hearst* », Communiqué Financier – Informations Réglementées 12 décembre 2014.

Fitch Ratings, “*Fitch Ratings Global Structured Finance 2009 Transition and Default Study*,” Published by Fitch Ratings, March 26<sup>th</sup>, 2010.

Fitch Ratings, “*Sovereign Rating Methodology*”. p.5, August 2010.

Fitch Ratings – Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion – December 2014.

Fitch Ratings, Inc. 2015 Form NRSRO Annual Certification, Exhibit 4 Organizational Structure, p.4, 2015.

FONS J.S., “*Tracing the Origins of Investment Grade*”, Moody's Special Comment, Moody's Investors Service Global Credit Research, January 2004.

McGraw Hill Financial, 2014 Annual Report, p.6, February 13<sup>th</sup>, 2015

Moody's Investors Service Statement, “*Moody's Downgrades Enron Corp's Long Term Debt Ratings (Senior Unsecured to B2); Commercial Paper confirmed at not Prime; Ratings remain under review for Downgrade*”, *Approximately \$12.4 Billion of Long-Term Debt Instruments Affected*”, Global Credit Research, November 28<sup>th</sup>, 2001.

Moody's Investors Service, Rating Action - “*Moody's places Lehman's A2 rating on review with direction uncertain*” Global Credit Research, September 10<sup>th</sup>, 2008.

Moody's Investors Service, Rating Action: “*Moody's Downgrades Portugal to Ba2 with a negative outlook from Baa1*”, Global Credit Research, July 5<sup>th</sup>, 2011.

Moody's, « *Code de conduite professionnelle* » définissant les normes de conduite pour Moody's Investor Service, Juin 2011.

Moody's Investors Service, “*Key drivers of our confirmation of the US' Aaa*”, Moody's Published . August 8<sup>th</sup>, 2011.

Moody's Analytics France, Publication – *La société Moody's Corporation*. 2015

Moody's Investors Service, Statement, “*Moody's Role in the Capital Markets*”, 2015, disponible sur <https://www.moodys.com/Pages/atc002.aspx>

Moody's Annual Report 2014 Pursuant to Section 13 or 15(d) of the SEC Act 1934, United States Securities and Exchange Commission Form 10-K. February 25<sup>th</sup>, 2015.

Moody's Investors Service, Credit Opinion: Caisse des Dépôts et Consignations, Global Credit Research, 5 Oct 2015.

Moody's Investors Service, Credit Opinion : Société Générale – Global Credit Research, 4th Jan 2016.

Moody's, *Annual Report 2015*, Moody's Investors Service, p.2, February 26<sup>th</sup>, 2016.

Moody's, "*Investor Presentation: Q1 2016*", p.13, May 10<sup>th</sup>, 2016.

Standard and Poor's, "*Eurozone Sovereign Rating And Country T&C Assessment Histories*", Standard and Poor's, Publication January 13<sup>th</sup>, 2012.

Standard & Poor's, *Industry Economic and Ratings Outlook: Stable Japanese RMBS Fundamentals Reflect Low Unemployment and Interest Rates*, publication, November 11<sup>th</sup>, 2014.

Standard & Poor's Ratings Definitions, 20 Novembre 2014.

S&P Global 2016 Investor Fact Book, Standard p.50, October 13<sup>th</sup>, 2016

Standard & Poor's, "*United States of America Long-Term Rating Lowered to 'AA+' Due to Political Risks, Rising Debt Burden; Outlook Negative*", *Press Release, August 5th, 2011*.

Standard & Poor's, "*Standard & Poor's Clarifies Assumption Used On Discretionary Spending Growth*", *Press Release, August 6th, 2011*.

Standard & Poor's, "*United States of America 'AAA/A-1+' Ratings Placed on CreditWatch Negative on Rising Risk of Policy Stalemate*", July 14<sup>th</sup>, 2011.

Standard & Poor's Rating Services, "*Research Update : United States of America « AAA/A-1+ » Ratings Placed on CreditWatch Negative on Rising Risk of Policy Stalemate*", July 14<sup>th</sup>, 2011.

Standard & Poor's, *Various Ratings Actions Taken on European Insurers Following Recent Sovereign Rating Actions*, Global Credit Portal, Ratings Direct, January 17<sup>th</sup>, 2012.

Standard & Poor's Rating Services, Caisse des Depots et Consignations, Counterparty Credit Rating, December 11, 2014.

S&P Global Ratings, Securitization Performance Watch – China, as of March 31<sup>st</sup>, 2017.

## **Thèse et Mémoires**

BERNANKE B.S., "*Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*", *American Economic Review*, June 1983.

BERNANKE B.S., Economiste, ancien Président de la Reserve Fédérale Américaine, « *Essays on the Great Depression* », Princeton University Press, 2004.

GAILLARD N., "*Les méthodologies de notation souveraine*"; thèse de doctorat en économie, Institut d'études politiques de Paris, 2007.

MARSAUD G., "*Les agences de notation*", mémoire de Master 2 soutenu le 15 septembre 2011.

TELLER M., "*L'information communiquée par les sociétés cotées: analyse juridique d'une mutation*", thèse de doctorat soutenue le 23 novembre 2007.

TACCOLA-LAPIERRE S., "*Le dispositif prudentiel Bâle II, autoévaluation et contrôle interne: une application au cas français*", p.73, *Economie and finances*. Université du Sud Toulon, Var, Thèse pour le Doctorat en Sciences de gestion, 27 novembre 2008 .

ZETTELMEYER J., TREBESCH C. & GULATI M., "*The Greek Debt Restructuring : An Autopsy*", p.4, 28 *Economics*, DOI: 10.1111/1468-0327.12014, July 2013

## Rapports et Dossiers

AGLIETTA M., *“Innovations, Intermédiation Financières et Crise”*, séminaire du Collège de France sur le thème *“Crise et changements dans l’intermédiation financière”* organisé par Roger GUESNERIE titulaire de la chaire *“Théorie économique et organisation sociale”* du Collège de France, p.14, 11 avril 2012.

AMF, Rapport 2004 sur les agences de notation, p.5., 25 janvier 2005.

AMF, Rapport 2005 sur les agences de notation, p.6, le 21 janvier 2006.

AMF, Rapport 2006 sur les agences de notation. p.4. Publié le 26 janvier 2007.

AMF, Rapport 2007 sur les agences de notation, p.19, 17 janvier 2008.

AMF, Rapport 2008 sur les agences de notation, p.55, 22 janvier 2009

AMF, Rapport 2009 sur les agences de notation, publié le 9 juillet 2010

AMF, Rapport 2011 sur les agences de notation, 20 août 2012

ANGELIDES P. & THOMAS B. *“The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United State”* p.165, Official Government Edition. February 25<sup>th</sup>, 2011.

ANGELIDES P., *“Financial Crisis Inquiry Report”*, p.222, Diane Publishing, March 1st, 2011.

ANZIANI A. et BETELLE L. Rapport No 558 (2008-2009) du 15 juillet 2009 fait au nom de la commission des lois, Sénat.

ASHCRAFT A.B., GOLDSMITH-PINKHAM P. & VICKERY J.I., *“MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom”*, p.5. Federal Reserve Bank of New York Staff Report no. 449, European Banking Center Discussion Paper N°2010-24S, May 14<sup>th</sup>, 2010.

BANK OF ENGLAND, *“Board of Banking Supervision investigation into the failure of Barings”* report, London, BoE, 1995.

BANQUE DE France, Code de Conduite de L’Activité de Cotation des Entreprises à la Banque de France, 20 octobre 2011, code publié sur le site internet de la Banque de France.

BANQUE DE FRANCE, *“La Crise de la Dette Souveraine”*, Document et Débats N° 4., Mai 2012.

BANQUE & STRATEGIE, *“Le système financier chinois en quête de maturité”*, Dossier, No346, Avril 2016.

CASE J.H., Federal Reserve Agent, *Letter related to a “Public Notice of Offering of \$50,000,000, or thereabouts, of Treasury Bills Dated February 26, 1936 Maturing November 25, 1936 – Circular N°1643”*, Federal Reserve Bank of New York, February 25, 1936.

CATALA P., *“L’information légale dans les affaires. Quels enjeux ? Quelles évolutions ?”*, Colloque du CREDA, p.62, 1<sup>er</sup> mars 1994.

COMMISSION EUROPEENNE, *“Study on the State of the Credit Rating Market Final Report”* p.25, European Union, January 2016.

COMMISSION EUROPEENNE, *“Rapport de la Commission au Parlement Européen et au Conseil sur les outils de remplacement des notations de crédit externes, l’état du marché de la notation de crédit, la concurrence et la gouvernance dans le secteur de la notation de crédit, l’état du marché de la notation des instruments financiers structurés et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit”*, p.10, 19 Octobre 2016.

COUR DES COMPTES EUROPEENNE, *“La surveillance, par l’UE, des agences de notation de crédit est bien en place, mais elle n’est pas encore totalement efficace”*, Rapport Spécial No22, Union Européenne 2015.

COX C., *“Statement on Proposal to Increase Investor Protection by Reducing Reliance”* on Credit Rating, U.S Securities and Exchange Commission, Washington, D.C., June 25th, 2008.

DE GRAUWE P., *“Design Failures in the Eurozone – can they be fixed ?”*, p .18, European Commission, Fellowship initiative The Future of EMU, Economic Papers 191, April 2013.

DE SANTIS R.A., “*The Euro Area Sovereign Debt Crisis : Safe haven, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever From Greece, Ireland and Portugal*”, p.15 Macroprudential Research Network, European Central Bank, Working Paper Series, n°1419/February 2012.

DEUTSCHE BUNDESBANK, “*Asset-Backed securities in Germany: the sale and Securitization of loans by German credit institutions*”, Deutsche Bundesbank Monthly Report July, 1997.

DOMENICI L., “*Projet de rapport sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit (COM(2011)0747 – C7-0420/2011 – 2011/0361(COD))*”, p.36 publié le 15 février 2012

ESMA, Annual Report 2016, ESMA 20-95-590, June 15<sup>th</sup>, 2017.

FARJAT G., Communication au colloque sur le contrôle de la matière économique par les cours suprêmes organisé le 25 janvier 2010 par la *Regulation Law Review*, sous la direction de Marie-Anne FRISON ROCHE.

FEDERAL RESERVE OF NEW YORK, “*MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom*”, Federal Reserve Bank of New York Staff Report no. 449, at 1, May 2010.

FONTANA A. & SCHEICHER M., “*An Analysis of Euro Area Sovereign CDS and their Relation with Government Bonds*” Table 1: Descriptive statistics of levels of CDS spreads, p.33, Working paper Series N°1271, European Central Bank, December 2010.

FRAME S.W., FUSTER A., TRACY J., VICKERY J., “*The Rescue of Fannie Mae and Freddie Mac, Federal Reserve Bank of New York*” – Staff Reports N°719, p.1, March 2015.

HORNBECK J.F., “*Argentina’s Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the « Holdout’s »*”, Congressional Research Service – Report for Congress, p.7, February 6<sup>th</sup>, 2013.

HOUSE OF LORDS, “*Sovereign Credit Ratings: Shooting the Messenger ?*”, p.5, 21<sup>st</sup>, Report of Session 2010-12, European Union Committee, HL Paper 189, July 21<sup>st</sup>, 2011.

IMF Report, “*International Capital Markets 1999*”, International Monetary Fund, p.134, September 24<sup>th</sup>, 1999.

INSTITUT MONTAIGNE, “*Nouvelle Réglementation Européenne sur les agences de notation : Quels bénéfices en attendre*”, p.2, Mars 2013.

KOURETAS G.P. & VLAMIS P., “*The Greek Crisis: Causes and Implications*”, p.404, UDC 338.124.4(495), 2007/2009” - DOI: 10.2298/PAN1004391K , PANOECOMICUS 2010, October 27<sup>th</sup>, 2010.

LABONTE M. & MAKINEN G.E., “*Federal Reserve Interest Rate Changes: 2000-2008*”, p.3, Table 1. *Recent Interest Rate Changes*, CRS Report for U.S. Congress, Order Code 98-856 E, Updated March 19<sup>th</sup>, 2008.

LEHMAN BROTHERS, “*Confidential Treatment Requested By Barclays*”, LBEX-BARFID 0011566, November 1<sup>st</sup>, 2007.

LEHMAN BROTHERS HOLDINGS INC. Form 10-K for fiscal year ended November 30, 2007.

LES CAHIERS DE L’EVALUATION, Dossier “*Notation = evaluation?*”, p.62, Vol.2 – La notation financière, , No5, février 2011.

LEVIN C., Sen. (D-Mich.), dans le cadre du rapport de la Sous-commission d’enquête sur le rôle des agences de notation dans la crise financière, dite Commission LEVIN, « *Wall Street and The Financial Crisis : The Role of Credit Rating Agencies* » Volume 3/5, p 272., 23 avril 2010.

LEVIN C., Sen. (D-Mich.), Committee on Homeland Security and Governmental Affairs “*Wall Street and The Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*” – “*Increasing High Risk Loans and Unaffordable Housing*”, p. 259, April 13<sup>th</sup>, 2011.

LIEBERMAN J.I. (Sen.Dem) & THOMPSON F.D. (Sen.Rep.): “*Financial Oversight of Enron: The SEC and Private Sector Watchdogs*” U.S. Senate Committee on Homeland Security & Governmental Affairs, Statement of Chairman, October 7<sup>th</sup>, 2007.

NATIONAL ARCHIVES OF THE UNITED STATES OF AMERICA. *“Records of the Federal National Mortgage Association”*. Record Group 294 – 1938-58. Originally chartered as the National Mortgage Association of Washington, a wholly owned subsidiary of the RFC, February 10<sup>th</sup>, 1938, under Title III of the National Housing Act as amended (52 Stat.23), February 10<sup>th</sup>, 1938. Redesignated FNMA, April 1938, SEE 294.1

NELSON R.M., BELKIN P. & MIX D., *“Greece’s Debt Crisis Overview, Policy Responses, and Implications”*, Congressional Research Service, 7-5700 R41167, Report for U.S. Congress, August 18<sup>th</sup>, 2011.

OCDE Economics Glossary, en Français : Institution Financière spécialisée d’intérêt public, p. 192, 17 novembre 2006.

OECD Sovereign Borrowing Outlook 2012, p.37, March 1<sup>st</sup> 2012.

OECD, Sovereign Borrowing Outlook 2013, Chapter 2 figure 2.3. Euro area & year government bond yield and spread to Bund (1999-2012) OECD Library, January 31<sup>st</sup>, 2013.

OCDE, *“L’OCDE plaide en faveur d’une intensification de la coopération internationale concernant la fiscalité des entreprises”*, Rapport de l’OCDE sur l’optimisation fiscale publié le 12 février 2013.

OICV, *“Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies”*, December 3<sup>rd</sup>, 2004, Vers. Rev. May 2008

PAPADEMOS L., *“Greece and the euro”*, Speech during the 9<sup>th</sup> Frankfurt European Banking Congress, November 19<sup>th</sup>, 1999, Bank Of Greece Publication.

PRADA M., Intervention au colloque *“Les agences de notation et la crise du crédit : Faux procès et vrais débats”*. Co-organisé par l’Institut Presaje, le Cercle France-Amériques, Paris-X Nanterre, et l’Association Française des Docteurs en droit, Paris, 12 décembre 2007.

PwC, *“The New Basel III Framework: Navigating Changes in Bank Capital Management”*, p.4&p.25, PwC’s Financial Services Institute, October 2010.

SAXTON J., *“Argentina’s Economic Crisis: Causes and Cures”*, Joint Economic Committee, United States Congress p.2, June 2003.

SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, *“U.S Securitization Year in Review”* April 4<sup>th</sup>, 2017.

U.S. Commodity Futures Trading Commission and the U.S. Securities and Exchange Commission, *“FINDINGS REGARDING THE MARKET EVENTS OF MAY 6, 2010”*, I.3. Automated Execution of a Large Sell Order in the E-Mini. p.13, Septembre 30, 2010.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *“Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002”*, January 2003.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION - Report to Congress: *“Credit Rating Standardization Study”* as Required by Section 939 (h) of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Septembre 2012.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION - *“Report to Congress on Assigned Credit Ratings”*, December 2012.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Report to Congress Credit Rating Agency Independence Study As Required by Section 939C of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, prepared by the Staff of the Office of Credit Ratings of the U.S. Securities and Exchange Commission. November 2013.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *“2014 Summary report of Commission Staff’s examinations of each Nationally Recognized Statistical Rating Organization”*. December 2014.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION’s Archive, SUBSIDIARIES OF THE REGISTRANT, The McGraw-Hill Companies, Inc. Subsidiaries of Registrant , Exhibit (21), 2015.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, p.4, December 2016.

U.S. GENERAL ACCOUNTING OFFICE, “*Analysis Under 5.U.S.C § 801 (a) (1) (B) (i)-(iv) of a Major Rule Issued by the Securities and Exchange Commission Entitled “Alternative Net Capital Requirements for Brokers-Dealers that are Part of Consolidated Supervised Entities”*”, p.3, B-294184 June 25<sup>th</sup>, 2004.

VAN RIXTEL A. & GASPERINI G., “*Financial Crises and Bank Funding : Recent experience in the Euro Area*”, Bank for International Settlements Working Papers n°406, p.16. Monetary and Economic Department , March 2013.

VAN ROY P., “*Credit ratings and the standardised approach to credit risk in Basel II*”; European Central Bank, 2007.

VAN ROY P., “*Réglementation prudentielle des banques et notations bancaires non sollicités*”, Banque Centrale européenne, Publications. 2010.

Rapport d’information N°1235, “*Rapport d’information relative à la crise financière internationale*”, p.246, déposé et présenté par MM. Didier MIGAUD et Gilles CARREZ, Assemblée Nationale, Enregistré le 5 novembre 2008. Table ronde, ouverte à la presse, sur la crise financière internationale, avec les interventions de MM. Michel AGLIETTA et Jean TIROLE, économistes, et de M. René RICOL, auteur d’un rapport au Président de la République sur la crise financière.

Rapport Larosière, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report, pp.23-24, February 25<sup>th</sup>, 2009.

Rapport STIGLITZ, Joseph E. STIGLITZ (Chair), “*Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*”, United Nations, p.48, September 21<sup>st</sup>, 2009.

Rapport de LEPETIT J-F. sur le risque systémique transmis à Christine Lagarde, alors Ministre de l’économique, de l’Industrie et de l’emploi, avril 2010.

Rapport n° 703 (2009-2010) de M. Philippe MARINI, fait au nom de la commission des finances dans le cadre du Projet de loi de régulation bancaire et financière, déposé le 14 septembre 2010.

Rapport n°3034 de la COMMISSION D’ENQUÊTE, présidée par Henri EMMANUELLI et ayant pour rapporteur Jean-François MANCEL, « *sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies* » qui a été enregistré à l’Assemblée Nationale le 14 décembre 2010.

Rapport d’information n°598 (2011-2012) de M. Aymeri de MONTESQUIOU, fait au nom de la MCI agences de notation présenté le 18 juin 2013.

“*Banque centrales, agences de notation : Michel AGLIETTA prône un changement radical de doctrine*” ; Dossier Les Echos, Le 2 avril 2009.

# Travaux Régulateurs et Assimilés

## Comité de Bâle

Comité des Règles et Pratiques de Contrôle des Opérations Bancaires, « *Rapport du contrôle des établissements des banques à l'étranger* », 26 septembre 1975.

Basel Committee on Banking Supervision, “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*” p.4, July 1988.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, “*Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*”, p.13, Banque des règlements internationaux, juin 2004.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, “*Le cadre réglementaire : assurer l'équilibre entre sensibilité et comparabilité, document de discussion*”, p.9, Banque des règlements internationaux, juillet 2013

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, “*Révision de l'approche standard pour le risque de crédit*”, Document consultatif, Décembre 2015.

Committee On Banking Regulations And Supervisory Practices, “*Consolidations of bank's balance sheets: aggregation of risk-bearing assets as a method of supervising bank solvency*”, p.5 & 6, Publications, October 1978.

Basel Committee on Banking Supervision and the Offshore Group of Banking Supervisors, “*The Supervision of Cross-Border Banking*”, October 1996.

Basel Committee on Banking Supervision, Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks, p.10, January 1996.

Basel Committee on Banking Supervision, “*Basel III: International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring*”, December 2010: Annex 2, Complete set of agreed changes to the formulation of the Liquidity Coverage Ratio Published in December 2010.

Basel Committee on Banking Supervision, “*Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Incorporation of IOSCO's Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*”, p.52, Bank for International Settlement, December 2010 (rev June 2011).

Basel Committee on Banking Supervision, “*Basel III: International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring tools*”, p.14, January 2013

Basel Committee on Banking Supervision reforms – “*Basel III, Strengthens microprudential regulation and supervision, and adds a macroprudential overlay that includes capital buffers*”, Basel Overview Table, October 2014.

Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: The Net Stable Funding Ratio*, p.9, October 2014.

Basel Committee on Banking Supervision, “*A brief history of the Basel Committee*”, October 2015.

Basel Committee membership, “*Institutions represented on the Basel Committee on Banking Supervision*”, BIS, February 2016.

BYRES W., “*Basel III: Necessary but not sufficient*”, p.2, Basel Committee on Banking Supervision, 6<sup>th</sup> Biennial Conference on Risk Management and Supervision, Basel November 6<sup>th</sup>, 2012

## **Etats-Unis**

BELLOWS J., “*Just the Facts: S&P \$2 Trillion Mistake*”, US Treasury Notes, August 6<sup>th</sup>, 2011  
D’HULSTER K., “*The Leverage Ratio: A New Binding Limit on Banks*”, Note Number 11, p.5, Financial and Private Sector Development Vice Presidency, crisis response, Public Policy for the Private Sector, December 2009.

SENGUPTA R & EMMONS W.R., “*What is Subprime Lending?*”, p.1, Economic Synopses, Federal Reserve Bank of Saint Louis, n°13, 2007.

U.S. FEDERAL RESERVE, Order of the Board of Governors of the Federal Reserve System “*Order Approving the Acquisition of a Savings Association and an Industrial Loan Company*” November 16<sup>th</sup>, 2008

U.S. FEDERAL RESERVE, Board of Governors of the Federal Reserve System “*Bear Stearns, JP Morgan Chase and Maiden Lane LLC*”, date release, p.1. December 9<sup>th</sup>, 2014.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, “*The ABCs of Credit Ratings*”, Office of Investor, Education and Advocacy, Investor Bulletin; SEC Pub. N° 161, p.2, October 2013.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION,, Proposed Rules for Nationally recognized Statistical Rating Organizations, Fed. Reg/ Vol. 74, N°25/ Bull. 6485. Monday, February 9<sup>th</sup>, 2009.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION,, Secretary Elizabeth M. Murphy “*Commission Guidance Regarding Definitions of Mortgage Related Security and Small Business Related Security*”, 17 CFR PART 241 Release No. 34-67448; File No. S7-06-12, p.6, July 17<sup>th</sup>, 2012.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Part 240. McFARLAND M.H., “*Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization*”, p.6, April 19, 2005.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION,, Secretary KATZ J.G. “*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*”, Release Nos. 33-7085; 34-34616; IC-20508; International Series Release No. 706) p.8, August 31<sup>st</sup>, 1994.

U.S. TREASURY DEPARTMENT, “*Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*”, p.80, Department of the Treasury, June 17<sup>th</sup>, 2009.

## **France**

ACPR, « *Reconnaissance des organismes externes d'évaluation de crédit par l'Autorité de contrôle prudentiel* », Communication à la profession, pub.3 juin 2014.

ACPR, “*Modalités de calcul des ratios prudentiels dans le cadre de la CRDIV*”, Notice, version du 30 juin 2015.

AMF, Position n°2011-13 publiée le 23 septembre 2011.

AMF, Communiqué de presse “*l’Autorité des marchés financiers ouvre une enquête à la suite de la diffusion d’une information erronée par Standard & Poor’s*”, le 10 novembre 2011.

AMF, Instruction n°2011-19 relative aux procédures d’agrément, à l’établissement d’un DICI et d’un prospectus et à l’information périodique des OPCVM coordonnés français et des OPCVM coordonnés étrangers commercialisés en France, p.30, 21 décembre 2011.

AMF, “*Les Agences de notation : Comprendre et utiliser leurs notes de crédit*”, publication, juillet 2013.

AMF, Position n°2013-14 publiée le 8 octobre 2013.

BANQUE DE FRANCE, Décisions du Gouverneur de la Banque de France n° 2008-01, n° 2009-01, n° 2009-02

BANQUE DE FRANCE, “ *La titrisation des créances* ”, Fiche n°430, Direction des Entreprises-Référentiel des Financements des Entreprises, p.1, 10 novembre 2010.

COMMISSION BANCAIRE, Bulletin de la Commission Bancaire, “*Ratio Cooke: Gestion de bilan et stratégies bancaires, une approche dynamique*” p.21 n° 4, avril 1991.

DE VILLEROCHÉ H., intervention lors de la table ronde sur la thématique « *Quelle régulation financière pour restaurer l'utilité sociale des marchés ?* » Sénat, Travaux de Commission, 18 janvier 2012.

FOYER J., “*Loi d'orientation de la recherche et du développement technologique*”, J.O. AN, 21 juin 1982, p. 3667.

ROMEY C. et DRUT B., « *Une analyse de la notation sur le marché des RMBS « Subprime » aux Etats – Unis* », Risques et tendances n°4. Autorité des Marchés Financiers, Direction de la régulation et des Affaires Internationales, Département des Etudes. Janvier 2008.

SENAT, “*La Régulation Bancaire à l'Epreuve de la Crise Financière*”, p.31, Les documents de travail du Sénat, Etude économique, Décembre 2009.

## **Union européenne**

BANQUE CENTRALE EUROPEENNE, Orientation de la Banque Centrale Européenne du 20 septembre 2011, BCE/2011/14, JO L331 du 14 décembre 2011.

COMMISSION EUROPEENNE, “*Abus de position dominante: La Commission ouvre une procédure formelle à l'encontre de Standard & Poor's en ce qui concerne les numéros d'identification de valeurs mobilières*”. Base de données des communiqués de presse de la Commission Européenne, MEMO/12/6, le 12 janvier 2009.

COMMUNAUTES EUROPEENES, Bulletin des Communautés européennes. n° 6. Luxembourg: Office des publications officielles des Communautés européennes. “*Conclusions du Conseil européen de Hanovre*”, p. 184, Juin 1988.

COMMUNAUTES EUROPEENES, Commission des Communautés Européennes, « *Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit -2008/0217* », 12 novembre 2008.

COUR DES COMPTES EUROPEENNE, “*La Surveillance des agences de notation de crédit reste perfectible estime l'auditeur externe de l'UE*,” Communiqué de presse, 1er février 2016.

CONSEIL DE L'UNION EUROPEENNE, “*Union de marchés des capitaux: Conclusion d'un accord sur la titrisation*”, Communiqué de presse, 314/17, Marché, Conseil de l'UE, 30 mai 2017.

EUROPEAN COMMISSION, “*Antitrust: Commission confirms sending of Statement of Objections to Standard & Poor's*”, MEMO/09/508, European Commission, Base de donnée des communiqué de presse, November 19<sup>th</sup>, 2009.

EUROPEAN COMMISSION, Capital Requirements CRD IV/CRR – FAQ, p.13-14, Memo n°13-690, European Commission, July 16<sup>th</sup>, 2013.

ESMA “*DBRS, Fitch, Moody's and S&P receive EU Registration*”, ESMA Press Release, ESMA/2011/360, 31 October 2011.

ESMA, “*ESMA censures Standard & Poor's for internal control failings*”, Press Release, ESMA/2014/596, June 3rd, 2014.

## **Autres**

FINANCIAL STABILITY BOARD, Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, p.1, October 27<sup>th</sup>, 2010.

FINANCIAL STABILITY BOARD, Directorate General Internal Market And Services, “*EU Action Plan to reduce reliance on Credit Rating Agency (CRA) Ratings*”, EU Response to the Financial Stability Board (FSB), Staff Working Paper, May 12<sup>th</sup>, 2014.

GREEK PUBLIC DEBT MANAGEMENT AGENCY “*Greek Public Debt Credit Rating*”, Statement, June 2015.

HEINZ F.F. & SUN Y., “*Sovereign CDS Spreads in Europe –The Role of Global Risk Adversion, Economic Fundamentals, Liquidity, and Spillovers*”, IMF Working Paper, WP/14/17, January 2014.

OICV, The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions “*Code Of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*”, A. Quality of the Rating Process, p.4, December 2004.

SEGOVIANO M., JONES B., LINDNER P. & BLANKENHEIM J., “*Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead*” IMF Working Paper WP/13/255, Monetary and Capital Market Department, p.3, November 2013.

## **Auditions et Interventions**

### **Etats-Unis**

BRAUNSTEIN S.F., “*Prepared Testimony of Ms. Sandra F. Braunstein, Director, Division of Consumer and Community Affairs, FRB; Serial 110-90, Hearing on The Community Reinvestment Act: Thirty Years of Accomplishments, but Challenges Remain*” United States House Committee on Financial Services FRB, February 13<sup>th</sup>, 2008

BUSH G.W., “*Speech to HUD Employees on National Homeownership Month*”, Washington, DC, Tuesday June 18<sup>th</sup>, 2002.

CARLIN G., “*Life is Worth Losing*” Stand-up show, 2005.

CLARKSON B, audition par la Financial Crisis Inquiry Commission, le 20 Mai, 2010.

CURRY D., *Testimony of Daniel Curry, President DBRS Inc. to the Committee on Banking, Housing and Urban*” Affairs, United States Senate, Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets – Part II, March 26<sup>th</sup>, 2009,

DONALDSON W.H., “*Testimony Concerning the Impact of the Sarbanes-Oxley Act*”, Before the House Committee on Financial Services, U.S. Securities and Exchange Commission, April 21<sup>st</sup>, 2005.

FRANKEN A. & WICKER R., “*SEC must ride herd on credit rating agencies*”, Opinions, CNN, May 17<sup>th</sup>, 2013.

FRANKEN A., “*Sens. Franken, Wicker Push SEC to Implement Credit Ratings Industry Reform*”. July 24<sup>th</sup>, 2013.

Hearings before the Committee on Governmental Affairs, United States Senate – One Hundred Seventh Congress, Second Session, Washington, DC, US Government Printing Office, March 20<sup>th</sup>, 2002.

MCCAIN J. et OBAMA B., débat entre candidats, élection présidentielle de 2008 retransmis par CNN; Le 7 octobre 2008, à l'Université de Belmont à Nashville (Tennessee).

MCDANIEL R., *“Reforming Credit Rating Agencies”*, Hearing before the Subcommittee on Capital Markets Insurance, and Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, 30 September 2009.

NIXON R., *“Address to the Nation Outlining a New Economic Policy: The Challenge of Peace”*, Public Papers of the Presidents of the United States, Richard NIXON – 1971, Government Office Printing, August 15<sup>th</sup>, 1971.

ROOSEVELT F.D., Allocution radiophonique, 7 avril 1932.

ROOSEVELT F.D., Discours d’accession à la Présidence des Etats-Unis d’Amérique, le 4 mars 1933.

TRUMP D., *“Remarks by President Trump in Strategy and Policy Forum”*, The White House, Office of the Press Secretary, February 3<sup>rd</sup>, 2017.

VOLOKH E., *“Testimony Regarding Freedom of Speech and Ratings Agencies”*, U.S. House of Representatives Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises, May 15<sup>th</sup>, 2009. Available on:  
[http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs\\_dem/volokh.pdf](http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs_dem/volokh.pdf).

WEILL, S., sur CNBC, le 25 juillet 2012 à l’occasion de l’émission « Squawk Box ». Resolution of the Missouri Bankers Association at its 46th annual convention, Kansas City, Mo., May 5, 1936.

YELLEN J.L., President and CEO, Federal Reserve Bank of San Francisco *“A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers”* Presentation to the 18th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies—“Meeting the Challenges of the Financial Crisis” Organized by the Levy Economics Institute of Bard College New York City, April 16, 2009.

YOSHIZAWA Y., audition par la Financial Crisis Inquiry Commission, le 17 Mai, 2010.

## **France**

AGLIETTA M., Section des affaires européennes et internationales du Conseil économique social et environnemental, saisine sur les enjeux du G20, audition du 29 mars 2011.

AGLIETTA M., Commission des finances du Sénat Présidée par le Sénateur Philippe MARINI, *“Quelle régulation financière pour restaurer l’utilité sociale des marchés ?”*, Audition devant la Commission des finances, Commission des affaires européennes, le 18 janvier 2012.

AGLIETTA M., Professeur d’économie à Paris X-Nanterre et membre de l'Institut universitaire de France, Audition dans le cadre de la MCI Agences de notation conduite par de Mme Frédérique ESPANAC et M. Aymeri de MONTESQUIOU le 5 juin 2012.

BARNIER M., intervention sur Europe 1, 12 juillet 2011.

DEYSINE A., *“Le monde immoral de la finance”*, dans l’Emission C’est dans l’air, France 5, le 19 février 2010.

DREVON F., alors Senior Managing Director de Moody’s Europe, Moyen Orient et Afrique, lors de son Audition du 9 juin 2010 dans le cadre du Projet de loi de régulation bancaire et financière.

DE MONTFERRAND et KRALL M., Audition sur le projet de Roland Berger de création d’une agence de notation européenne, Comptes rendus de la MCI Agences de notation, le 2 mai 2012.

FILLON F., Conférence de presse du Premier ministre sur les mesures de réduction des déficits, Hôtel de Matignon, Archives François FILLON 2009/2012, le 24 août 2011.

MAZEAUD P., Cahiers du Conseil constitutionnel n° 18 - juillet 2005 Discours prononcé le 3 janvier 2005 à l'Élysée.

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE, Communication, Le Plan d'Équilibre des Finances Publiques, Compte rendu du Conseil des Ministres du 7 novembre 2011 Archives du Ministère de l'Économie, 7 novembre 2011.

PORTALIS J-E-M, « Discours préliminaire au premier projet de Code civil », 1801.

TIROLE J. dans son audition retranscrite dans Assemblée Nationale, “*Rapport d'information relative à la crise financière internationale*”, p.246, Rapport d'information N°1235, déposé et présenté par MM. Didier MIGAUD et Gilles CARREZ, Assemblée Nationale, Enregistré le 5 novembre 2008.

SCHMIDT D., “*La Transparence*”, Colloque de Deauville du 19 et 20 juin 1993, publié par l'Association Droit et Commerce, Revue de jurisprudence commerciale, numéro spécial, p. 170, 1993.

SENAT, Commission des finances, Audition Fitch, Moody's, Standard & Poor's sur le projet de loi de régulation bancaire et financière, 9 juin 2010.

SIROU C., Commission d'enquête sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies, – Audition de Mme Carol Sirou, présidente de l'agence de notation Standard and Poor's Paris, zone francophone, accompagnée de M. Jean-Michel Six, chef économiste Europe. Mercredi 17 novembre 2010, Séance de 18 heures 30, Compte rendu n° 24.

## Autres

BARNIER M., Commission Européenne, « Déclaration du Commissaire Michel Barnier suite à la notation erronée de la France par Standard & Poor's », Memo 11/777, 11 novembre 2011.

BARNIER M., “*Déclaration du Commissaire Michel Barnier suite au vote du Parlement Européen des nouvelles règles visant à réguler les agences de notation de crédit*”, Memo 13/13, European Commission, 16 janvier 2013.

BARNIER M., Membre de la Commission européenne, chargé du Marché intérieur et des Services, « *Speech : Débat sur les agences de notation de crédit* » Session plénière du Parlement européen ». Strasbourg, le 15 janvier 2013.

BOLKESTEIN B., déclaration, au sujet de la proposition pour que les sociétés cotées soient tenues d'appliquer les normes comptables internationales (IFRS) d'ici 2005, 13 février 2001.

DRAGHI M., discours d'ouverture de session de la Commission de Affaires Economiques de la Banque Centrale Européenne, Le 16 janvier 2012.

ROUBINI N., devant le Fonds Monétaire International du 13 septembre 2007. Transcript of IMF Seminar: The Risk of a U.S. Hard Landing and Implications for the Global Economy and Financial Markets - Thursday, September 19, 2007 - Washington, D.C- IMF Media

ROUBINI N., « Inside Job » 01 :28 :33.11, Sony, September 30th, 2010.

AMF, Communiqué de presse “*l'Autorité des marchés financiers ouvre une enquête à la suite de la diffusion d'une information erronée par Standard & Poor's*”, le 10 novembre 2011.

SCHÄUBLE W., Discours devant le Bundestag le 10 juillet 2015.

STRAUSS-KAHN, “*Statement by Dominique STRAUSS-KAHN, IMF Managing Director, on Greece*”, IMF, Press release n°10/143, April 11<sup>th</sup>, 2010.

# Législation et Règlementation

## Union européenne

- Traité sur l'Union européenne (TUE), signé à Maastricht le 7 février 1992, entré en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 1993.
- Traité d'Amsterdam le 2 octobre 1997, JOCE du 10 novembre 1997.
- Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TUE), version consolidée, JOUE C 325/73 du 24 décembre 2002. Traité de Lisbonne du 13 décembre 2007, JOUE 2007 C306/01 du 17 décembre 2007.
- Traité sur l'Union européenne et sur le fonctionnement de l'Union européenne (TUE et TFUE), version consolidée, JOUE n C326 du 26 octobre 2012.
- Directive 2003/6/CE du Parlement Européen et du Conseil de l'Europe, Directive relative aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché (abus de marchés), Réf : Journal officiel de l'Union Européenne, L96/16. Le 28 janvier 2003.
- Directive 2003/125/CE de la Commission Européenne, portant sur les modalités d'application de la Directive 2003/6/CE du Parlement Européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts notamment dans la documentation de publication. Réf : Journal officiel de l'Union Européenne, 24.12.2003. Le 22 décembre 2003.
- Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.
- Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès et à l'activité des établissements de crédit et son exercice.
- Directive 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres pour les institutions de crédit et les entreprises d'investissement.
- Directive 2009/111/CE, laquelle fait partie, avec les directives 2009/27/CE et 2009/83/CE, du deuxième paquet législatif visant à garantir la solidité financière des banques et des entreprises d'investissement. (« CRD II »)
- Directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.
- Directive 2010/76/UE adoptée le 24 novembre 2010 par le Conseil et le Parlement européen, portant sur les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations et sur la surveillance prudentielle des politiques de rémunération.
- Directive 2011/83/UE du Parlement européen et du Conseil du 25 octobre 2011 relative aux droits des consommateurs, modifiant la directive 93/13/CEE du Conseil et la directive 1999/44/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 85/577/CEE du Conseil et la directive 97/7/CE du Parlement européen et du Conseil.
- Directive 2013/14/UE du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013, modifiant la directive 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds

d'investissement alternatifs en ce qui concerne la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit.

- Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (« CRD IV »).
- Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE.
- Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.
- Directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/6/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et des règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autres avantage pécuniaire ou non pécuniaire.
- Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales.
- Règlement (CE) No 1060/2009 du Parlement Européen et du Conseil de 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit.
- Règlement (UE) No 1095/2010 du Parlement Européen et du Conseil du 24 novembre 2010, instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision No716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/ce/ de la Commission.
- Règlement (UE) No 513/2011 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) No 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.
- Règlement (UE) No 462/2013 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) No 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.
- Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (« CRR »).
- Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) no 648/2012.
- Règlement (UE) No 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance.
- Règlement délégué (UE) 2015/1 de la Commission du 30 septembre 2014 complétant le règlement (CE) no 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation.
- Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil sur les agences de notation, p.3, N°2008/0217 (COD), SEC (2008) 2745, SEC (2008) 2746, 12 novembre 2008.
- Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil établissant des règles communes en matière de titrisation ainsi que d'un cadre européen pour les opération de titrisation simples, transparentes et standardisées, et modifiant les directives 2009/65/CE, 2009/138/CE et 2011/61/UE et les règlements (CE) No 1060/2009 et (UE) No648/2012.
- European Parliament resolution of 8 June 2011 on credit rating agencies: future perspective (2010/2302 (INI)).
- ESMA, “*Guidelines on the validation and review of Credit Rating Agencies' methodologies*”, ESMA/2016/1575, March 23rd, 2017.

## **France**

- Loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit.
- Loi no 88-1201, du 23 décembre 1988, relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création de fonds communs de créances, p. 16736, JO 31 décembre 1988.
- Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière, JO n° 177 du 2 août 2003 (n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003).
- Loi de modernisation de l'économie (LME) n 2008-776 du 4 août 2008.
- Préambule de l'Edit de Saint-Germain-en-Laye sur le Règlement pour la *Jurisdiction du Lieutenant Général de Police, & celle des Prévôt des Marchands & Echevins de Paris*.15 mars 1667.
- Ordonnance n 2010-76 du 21 janvier 2010, JORF n°0018 du 22 janvier 2010 page 1392, texte n° 13, portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance.
- Arrêté du 7 juillet 1994 relatif à la terminologie économique et financière, version consolidée du Journal Officiel du 31 juillet 1994.
- Code monétaire et financier, Articles L.214-1, L.214-168 à L.214-189, L.321-2, L.511-33, L531-12, L511-44, L.511-61, L.511-13, L.533-2-3, L.533-10-1, L.513-2, L.513-3, L.513-4, L-513-7, R513-6, L.613-52-6, D.213-3, D213-9, , L.544-4, L.544-5 et L.544-6, R214-12.
- Code de commerce.
- Code de la sécurité sociale.
- Code des assurances.
- Code de la mutualité.
- Code général des collectivités territoriales.
- Règlement Général de L'AMF
- Projet de loi de régulation bancaire et financière, le 9 juin 2010.

## **Etats-Unis**

- Constitution des Etats-Unis d'Amérique, 1er Amendement, 1791.
- Banking Act 1933 – Glass Steagall Act, Public – N°66\_73D Congress, H.R. 5661 P.26, PUB.66, éd. Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Securities Act de 1933.
- Securities Act 1934.
- Securities Exchange Act of 1934 (Pub. L. 73-291, 48 Stat.881) enacted on June 6<sup>th</sup>, 1934.
- National Housing Act of 1934
- Banking Act of 1935 (P.L. 74-305, 49 STAT. 684) enacted August 23<sup>rd</sup>, 1935.
- Investment Company Act of 1940
- Higher Education Act of 1965 (HEA) Pub.L.89-329 79 Stat.1219, 20 U.S.C. 1070 et seq. and 42 U.S.C. 2751 et seq., 34 CFR 668.15(b)(7)(ii) and (8)(ii).
- Housing and Urban Development Agency of 1968.

- Securities Exchange Act Release 34-11497 of June 26, 1975; 40 Federal Register n°29795 of July 16, 1975.
- Community Reinvestment Act, P.L. 95-128, 91 Stat. 1147, enacted October 12, 1977.
- Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984, Pub.L.98-440.
- Financial Services Modernization Act of 1999, Pub.L.106-102, 113 Stat.1338, November 12<sup>th</sup>, 1999.
- American Dream Downpayment Initiative Act (ADDI) of 2003, enacted December 16<sup>th</sup>, 2003, P.L.108-186 P.11.STAT 2685.
- Credit Rating Agency Reform Act of 2006, Public Law 109-291, 120 Stat.1327 – 1339, 2006.
- Emergency Economic Stabilization Act of 2008, Pub.L.110-343, 122 Stat 3765.
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203 - July 21<sup>st</sup> 2010.
- 17 Code of Federal Regulation, Title 17, Chapter II, Part 240
- Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 232, 240, 249, and 249b, Release No. 34-72936; File No. S7-18-11, updated October 14, 2014, II. Final Rules and Rule Amendment A Internal Control Structure, p.58
- Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 270 and 274, Release No.IC-31828; File.S7-07-11, RIN 3235-AL 02, Removal of Certain References to Credit Ratings And Amendment to the Issuer Diversification Requirement in the Money Market Fund Rule
- Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 232, 240, 249 and 249b, Release No.34- 34-72936; File No. S7-18-11 – RIN 3235 –AL15, Nationally Recognized Statistical Rating Organizations
- H.R.1207 -Federal Reserve Transparency Act of 2009

## Autres

- *Local Government Act* de Nouvelle Galles du Sud de 1993 (Australie).
- Ministerial Investment order of 15 July 2005, item (I) (Australie)
- United Kingdom Insolvency Law : Insolvency Act 1986 & Insolvency Rules 1986 (Royaume-Uni )
- OCDE, *Normes de qualité pour l'évaluation du développement*», lignes directrices et ouvrages de référence du Comité d'Aide au Développement (CAD), Organisation et Coopération et de Développement Economique, 1<sup>er</sup> février 2010
- OCDE, *Arrangement sur les Crédit à l'exportation bénéficiant d'un soutien public*», p.15 Direction des Echanges et de l'Agriculture, Participants à l'arrangement sur les crédits bénéficiaient d'un soutien public, TAD/PG(201701 1<sup>er</sup> février 2017.

# Jurisprudence, Sanction et Procédure

## Union européenne

- Arrêt de la Cour (CJCE) du 14 février 1978. - United Brands Company et United Brands Continentaal BV contre Commission des Communautés européennes. - Bananes Chiquita. - Affaire 27/76, Recueil 1978, p.207.
- Décision de la Commission du 15 novembre 2011 relative à une procédure de l'application de l'article 102 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (« TFUE ») et de l'article 54 de l'accord EEE, Affaire COMP-/39.592 Standard and Poor's, European Commission, C (2011) 8209 Final, 15, Novembre 2011.
- ESMA, "Decision to adopt a supervisory measure taking the form of a public notice in accordance with Articles 23e(5) and 24 of Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies", ref. 2014/544. June 3<sup>rd</sup>, 2014.
- ESMA, Board of supervisors, Decision ESMA 2015/1048 of 24 June 2015, DBRS Ratings Limited
- ESMA, ESMA fines Fitch Ratings Limited EUR 1.38 million, p.3, Press Release, ESMA 2016/1157, July 21<sup>st</sup>, 2016.
- ESMA, ESMA fines Fitch Ratings Limited EUR 1.38 million, p.3, Press Release, ESMA 2016/1157, July 21<sup>st</sup>, 2016.
- ESMA, Decision, Board of supervisors, Fitch Rating Limited, Decision and Public statement, ESMA 2016/1131 and ESMA 2016/1159, 21 July 2016.
- Décision (UE) 2016/948 de La Banque Centrale Européenne du 1er juin 2016 relative à la mise en oeuvre du programme d'achat de titre du secteur des entreprises, Article 2, 3.
- ESMA, Public Notice, ESMA71-99-478, 1 June 2017.

## France

- Cass., ass. plén., 6 oct. 2006, *Loubeyre et autres c/ SARL Myr'Ho et autres*, n°05-13.255, P+B+R+I, Bull. civ. Ass. plén. n°9.
- Civ., 6 avril 1927, S.1927,1,201, note Henri MAZEAUD.
- Civ.2è, 17 fév. 1955, D. 1956.17, note Esmein; civ. 2è, 28 nov. 1963, RTDCiv. 1964, obs. R. Rodière.

## Etats-Unis

- ORMBY v. DOUGLASS, 37 N.Y. 479, Court of Appeals of the State of New York, January 1868.
- Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., 08-cv-07508, U.S (S.D.N.Y).
- U.S. SEC, "Historic Settlement Requires Payments of Penalties of \$487.5 Million, Disgorgement of \$387.5 Million, Payments of \$432.5 Million to Fund Independent

*Research, and Payments of \$80 Million to Fund Investor Education and Mandates Sweeping Structural Reforms*” Press Release 2003-54, April 28, 2003.

- Moody’s Investors Service Inc. Pleads Guilty to Obstruction of Justice in Antitrust Investigation, United States Department of Justice, TDD: (202) 514-1888, April 10<sup>th</sup>, 2001.
- Department of Justice, “*Justice Department and State Partners Secure \$ 1.375 Billion Settlement with S&P for Defrauding investors in the Lead Up to the Financial Crisis*”, Office of Public Affairs, February 3rd, 2015
- Department of Justice, “*Justice Department and State Partners Secure Nearly \$ 864 Million Settlement with Moody’s Arising From Conduct in the Lead up to the Financial Crisis*”, Office of Public Affairs, January 13<sup>th</sup>, 2017.
- State of Connecticut V. Moody’s Corporation, Judicial District of Hartford at Hartford, Superior Court, July 30<sup>th</sup>, 2008.
- State of Connecticut V. Fitch, Inc, Judicial District of Hartford at Hartford, Superior Court, July 30<sup>th</sup>, 2008.
- State of Connecticut V. The MCGRAW-HILL Companies, Inc., Judicial District of Hartford at Hartford, Superior Court, July 30<sup>th</sup>, 2008.
- Connecticut Attorney General’s Office, “*Attorney General Sues Credit Rating Agencies for Illegally Giving Municipalities Lower Ratings, Costing Taxpayers Millions*”, Press Release, July 30<sup>th</sup>, 2008.
- Settlement Agreement between the State of Connecticut and Moody’s Corporation and Moody’s Investors Service, Inc, October 14<sup>th</sup>, 2011, p.4.
- Notice of Removal, Exhibit A, New Jersey Carpenters Vacation Fund v. HarborView Mortgage Loan Trust 2006-4, No. 1:08-cv-05093-HB (S.D.N.Y. May 14, 2008).
- Complaint, Indiana Laborers Pension Fund v. Fimalac S.A., No. 1:08-cv-05994-SAS (S.D.N.Y. July 1, 2008).
- United States Bankruptcy Court, Southern District of New York, “*Enron Corp. Bankruptcy Information*” case # 01-16034, Last updated April 18, 2014.
- AOZORA BANK, LTD Vs DEUTSCHE BANK SECURITIES, INC and DEUTSCHE BANK AG, Memorandum of Law in Support of Defendant’s Motion to Dismiss, Index N°652161/2013 Motion Sequence N°001, p.21, March 10<sup>th</sup>, 2014.

## **Australie**

- ABN AMRO Bank NV v Bathurst Regional Council [2014] FCAFC 65.
- Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200 (5 November 2012), file number NSD 936 of 2009 NSD 1073 of 2009 NSD 1268 of 2010.

# TABLES DES MATIERES

REMERCIEMENTS .....	5
LISTE DES PRINCIPALES ABREVIATIONS UTILISEES.....	7
<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>11</b>
I- L'émergence du cartel à trois têtes : l'histoire complexe de structures oligopolistiques. ....	16
II- L'indispensable redéfinition de la régulation relative aux agences de notation : le statut complexe des agences de notation .....	26
<b>Première Partie - L'influence systémique d'un véritable pouvoir privé économique</b> .....	<b>33</b>
<b>Titre I Les rouages complexes d'un pouvoir privé économique de notation</b> .....	<b>38</b>
Chapitre I : L'opacité processuelle de la création normative de notation .....	41
Section I: L'insuffisance persistante de la transparence des agences de notation.....	43
§1) La délicate appréhension de l'activité de notation .....	45
§2) L'insuffisante transparence méthodologique des agences de notation.....	51
A) La notation sollicitée.....	52
B) La notation non sollicitée.....	54
Section II : L'appréhension complexe des moyens de notation.....	58
§1) La variabilité de la note: facteur d'insuffisances.....	60
§ 2) Le « High Speed Rating » : révélateur d'insuffisance.....	65
Chapitre II : La crédibilité équivoque des agences de notation.....	70
Section I: La pluralité des intérêts des agences de notation.....	73
§1) L'opacité d'un mode de rémunération : l'inefficacité d'un contrôle.....	75
§2) L'insuffisante transparence du « <i>High Turnover</i> » : l'absence de contrôle.....	81
Section II: La pluralité structurelle des agences de notation.....	87
§1) La diversité contestable d'un <i>Business Model</i> .....	89
§2) La structuration controversée d'un <i>Business Model</i> .....	95
<b>Conclusion du Titre I</b> .....	<b>101</b>
<b>Titre II L'existence d'un pouvoir normatif générateur de risques</b> .....	<b>103</b>
Chapitre I : L'adoubement des agences de notation par les pouvoirs publics et privés .....	105
Section I : La politique publique de <i>delegated monitoring</i> : l'institutionnalisation d'une influence. ....	108
§1) L'émergence d'un pouvoir délégué : L'attribution d'un pouvoir à forte concentration.....	109
§2) La consécration d'un oligopole : La création du statut de NRSRO.....	114
Section II : La politique privée d'externalisation de l'analyse : la consécration d'une influence.....	123
§1) L'essor de la Titrisation : moteur du développement de la notation .....	124
§2) La volonté équivoque de transparence des émetteurs .....	131
Chapitre II : L'adoubement controversé des agences de notation.....	138
Section I : L'implication de ces structures dans des situations de crises .....	141
§1) L'absence d'anticipation des agences de notation.....	143
§2) La démonstration du caractère procyclique des agences de notation à l'occasion des crises financières.....	150
A) Le cas de la crise des <i>subprimes</i> .....	150

B) Le cas de la crise des dettes souveraines.....	159
Section II : L'atteinte à l'ordre public économique .....	164
§1) La remise en cause de l'Union Monétaire Européenne .....	167
§2) La remise en cause de la Souveraineté Etatique.....	173
<b>Conclusion du Titre II .....</b>	<b>181</b>
<b>Conclusion de la Première Partie.....</b>	<b>183</b>
<b>Deuxième Partie - L'indispensable désengagement de l'influence des agences de notation .....</b>	<b>186</b>
<b>Titre I L'insuffisance persistante des pouvoirs publics .....</b>	<b>191</b>
Chapitre I : L'émergence de réglementations équivoques .....	194
Section I: La persistance du <i>delegated monitoring</i> , création de nouveaux risques par le législateur .	197
§1) La constante réglementaire française .....	198
§2) La responsabilité prudentielle internationale.....	208
Section II: La consécration d'un oligopole, obstacle à la concurrence .....	223
§1) L'institutionnalisation d'un oligopole .....	224
§2) L'impuissance d'une concurrence garrottée.....	232
Chapitre II : L'apparition d'une responsabilisation complexe .....	236
Section I: La liberté d'expression, obstacle continué à la responsabilité des agences de notation ...	238
§1) L'inévitable complexité constitutionnelle américaine.....	239
§2) L'indispensable réorganisation Européenne.....	243
Section II: L'atteinte à l'ordre public économique : moyen encore limité d'une responsabilisation des agences de notation .....	250
§1) L'insuffisance d'une justice imposée .....	251
§2) L'affluence d'une justice négociée.....	255
<b>Conclusion du Titre I .....</b>	<b>259</b>
<b>Titre II L'indispensable renouveau de la régulation de l'information de notation.....</b>	<b>261</b>
Chapitre I : L'adaptation nécessaire d'une régulation à des enjeux en constante mutation .....	264
Section I : L'absence d'alternative concrète aux agences de notation .....	267
Section II: L'essor d'un véritable contrôle des agences de notation .....	275
§1) Le développement du contrôle interne .....	276
§2) La réorganisation du contrôle administratif.....	283
Chapitre II : La nécessaire banalisation de la notation.....	289
Section I : L'indispensable retour du régulateur au service de l'ordre public économique .....	291
§1) La nécessaire simplification des produits notés .....	293
§2) Pour un Bretton Woods de la maîtrise du risque .....	297
Section II: L'indispensable responsabilisation de l'investisseur.....	301
<b>Conclusion du Titre II .....</b>	<b>306</b>
<b>Conclusion de la Deuxième Partie .....</b>	<b>307</b>
<b>CONCLUSION GENERALE .....</b>	<b>310</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>314</b>
<b>Ouvrages .....</b>	<b>314</b>

<b>Articles</b> .....	319
Académiques .....	319
Autres .....	325
<b>Publications agences de notations</b> .....	329
<b>Thèse et Mémoires</b> .....	330
<b>Rapports et Dossiers</b> .....	331
<b>Travaux Régulateurs et Assimilés</b> .....	335
Comité de Bâle .....	335
Etats-Unis .....	336
France .....	336
Union européenne.....	337
Autres .....	338
<b>Auditions et Interventions</b> .....	338
Etats-Unis .....	338
France .....	339
Autres .....	340
<b>Législation et Règlementation</b> .....	341
Union européenne.....	341
France .....	343
Etats-Unis .....	343
Autres .....	344
<b>Jurisprudence, Sanction et Procédure</b> .....	345
Union européenne.....	345
France .....	345
Etats-Unis .....	345
Australie .....	346