

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

IMPACT DE LA LOI DODD-FRANK SUR LE NIVEAU DE DIVULGATION DES
AGENCES DE NOTATION DE CRÉDIT

MÉMOIRE
PRÉSENTÉ
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAÎTRISE EN COMPTABILITÉ, CONTRÔLE ET AUDIT

PAR
KARIMA NACIRI

FÉVRIER 2017

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.07-2011). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

TABLE DES MATIÈRES

REMERCIEMENTS.....	v
AVANT-PROPOS.....	vi
LISTE DES FIGURES.....	vii
LISTE DES TABLEAUX.....	viii
LISTE DES ABRÉVIATIONS, SIGLES ET ACRONYMES	x
RÉSUMÉ.....	xi
INTRODUCTION GÉNÉRALE.....	12
CHAPITRE I	
CADRE INSTITUTIONNEL DE L'ÉTUDE.....	17
1.1 Historique de la notation de crédit aux États-Unis.....	17
1.2 La « Security and Exchange Comission ».....	18
1.3 Les NRSRO.....	19
1.4 Cadre législatif qui encadre les agences de notation	22
1.4.1 Loi Sarbanes-Oxley.....	23
1.4.2 Loi « Credit rating agency act of 2006 ».....	25
1.4.3 Loi Dodd-Frank.....	26
1.4.4 Les sources légales.....	27
1.4.5 Le cadre réglementaire.....	28
1.4.6 Le «AnnualCertification of FormNRSRO».....	30
CHAPITRE II	
REVUE DE LITTÉRATURE ET FONDEMENTS THÉORIQUES DE L'ÉTUDE.....	32

2.1	Les interrogations sur l'efficacité de la loi Dodd-Frank	32
2.2	Les études ayant examiné l'efficacité de la loi SOX	35
2.3	Études relatives à l'effet de la loi sur la divulgation des entreprises	35
2.4	Théorie de la légitimité	37
2.5	Théorie institutionnelle.....	39
2.6	Hypothèses de recherche.....	40

CHAPITRE III

MÉTHODOLOGIE.....	42
3.1 Description de la méthode de recherche choisie et du cas analysé.....	42
3.1.1 L'étude de cas.....	42
3.1.2 L'analyse de contenu et échelle de mesure.....	43
3.2 Description des sources des données	45
3.3 Échantillonnage.....	45
3.4 Description des variables et description de la période à l'étude.....	46
3.4.1 Définition des composantes de transparence de la performance et de la méthodologie	51
3.4.2 Composantes de transparence de la structure organisationnelle et de la protection de l'information privée	54
3.4.3 Composantes de transparence de l'éthique et du conflit d'intérêts.....	55
3.5 Méthodologie d'analyse.....	58

CHAPITRE IV

ANALYSE ET DISCUSSION DES RÉSULTATS.....	61
4.1 Impact de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de Moody's en matière de définition des composantes de transparence de performance et de la méthodologie.....	62
4.2 Impact de la loi Dodd-Frank sur la transparence de Moody's en matière de structure organisationnelle et de la protection de l'information privée	66

4.3. Impact de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation au niveau de l'éthique et du conflit d'intérêts.....	67
CONCLUSION ET LIMITES.....	74
ANNEXE 1.....	77
ANNEXE 2.....	111
BIBLIOGRAPHIE.....	113

REMERCIEMENTS

Tout d'abord, ce travail est l'aboutissement d'une année de recherche et d'apprentissage des plus enrichissants.

J'aimerais tout d'abord adresser mes remerciements à deux professeurs que j'estime beaucoup et sans qui ce travail n'aurait pu voir le jour, mes directeurs de recherche monsieur Hassan El Ibrami et madame Saidatou Dicko qui m'ont accompagnée, guidée et pourvue de leurs précieux conseils. Je tiens à vous exprimer toute ma reconnaissance pour votre grande générosité et votre aide incontestable tout au long de ce projet.

Mes remerciements vont aussi au professeur Marc Hasbani pour son aide et ses précieux conseils depuis le début de mes études universitaires.

J'aimerais aussi exprimer ma gratitude et ma reconnaissance envers mes parents et amis pour leur soutien et leurs encouragements.

Je voudrais finalement témoigner ma reconnaissance à tous ceux qui ont participé de près ou de loin à l'élaboration de ce projet de recherche.

AVANT-PROPOS

Ce mémoire est le résultat de diverses réflexions et préoccupations concernant les divers agents économiques de ce monde et les nombreux scandales financiers qui ont fait surface ces dernières années.

L'échec de la notation des produits structurés lors de la dernière crise financière a conduit les grands de ce monde à enquêter sur les méthodes de travail des grandes agences de notation financière.

Il en résulte un encadrement accru des agences de notation de crédit, à travers la loi Dodd-Frank, ce qui nous amène à nous interroger sur l'efficacité des réformes proposées ou adoptées. Essentiellement, la question est de savoir si une telle loi a eu l'impact espéré sur les agences de notation en matière d'amélioration de la fiabilité des notations de crédit à travers une plus grande transparence.

Ce mémoire est le fruit de nombreux questionnements concernant la transparence et les méthodes de travail des agences de notation de crédit. Aucune étude n'a encore cherché à évaluer l'impact de la loi Dodd-Frank sur la transparence et la divulgation des agences de notation. Nous espérons que ce travail sera instructif et donnera lieu à de nouvelles pistes de recherche, ainsi il permettra une meilleure compréhension du fonctionnement des agences de notation de crédit.

LISTE DES FIGURES

Figure	Page
3.1 Dimensions de transparence.....	48
3.2 Période d'étude.....	51

LISTE DES TABLEAUX

Tableau	Page
1.1 Les agences de notation certifiées par la SEC en tant que NRSRO au 31 décembre 2008 et la date de leur certification.....	20
1.2 Nombre de notations de crédit de l'agence Moody's en comparaison des autres agences NRSRO, au 31 décembre 2014.....	21
1.3 Processus législatif d'encadrement des agences de notation de crédit aux États-Unis.....	23
3.1 Liste des annexes à joindre à la déclaration annuelle auprès de la SEC.....	48
3.2 Facteurs et sous-facteurs de divulgation chez Moody's.....	52
3.3 Exemple de mesure de l'impact de loi Dodd-Frank sur une variable de divulgation X.....	59
4.1 Impact de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de Moody's en matière de définition des composantes de transparence de performance et de la méthodologie.....	61
4.2 Analyse des composantes de la description des procédures et méthodes de déterminations des notes de crédit.....	62
4.3 Impact de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de Moody's au niveau de la structure organisationnelle et de la protection de l'information privée.....	66
4.4 Impact de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de Moody's au niveau de la transparence de l'éthique et du conflit d'intérêts.....	67

4.5 Effet de l'adoption de la loi Dodd-Frank sur les mesures de découragement du
conflit d'intérêt.....68

LISTE DES ABRÉVIATIONS, SIGLES ET ACRONYMES

CDO	Obligation adossée à des actifs
CRA	Credit rating agencies
CRARA	Credit rating agency reform act of 2006
DFA	Dodd-Frank Act
MIS	Moody's Investor Service
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
OCR	Office of credit rating
RMBS	Créance hypothécaire résidentielle titrisée
SEC	Security and exchange commission
SOX	Sarbanes-Oxley

RÉSUMÉ

La loi Dodd-Frank fut promulguée en 2010 par les États Unis en réponse à la crise financière de 2008. Elle a pour principale exigence l'amélioration de la transparence des agences de notation de crédit, tout particulièrement la transparence des agences ayant obtenu de la *Security Exchange Commission*, la SEC, le statut de *Nationally Recognized Statistical rating Organization*, NRSRO. À notre connaissance, aucune étude n'a encore cherché à comprendre l'effet de la loi Dodd-Frank sur le comportement informationnel des agences de notation. Afin de pallier la situation, nous nous appuyons sur l'analyse des rapports produits annuellement auprès de la SEC par toute agence NRSRO, dans le but d'identifier toute amélioration de divulgation et de transparence, en conformité avec la nouvelle loi. Nous espérons ainsi être en mesure de déterminer l'impact informationnel de la nouvelle loi, c'est-à-dire son effet sur l'amélioration de la transparence des agences de notation de crédit. Étant donné l'indisponibilité de l'information pour toutes les agences NRSRO, l'étude s'est concentrée sur le cas de l'agence de crédit Moody's, assurant plus de 45% de l'ensemble des activités de notation. Elle est basée sur la théorie de la légitimité et sur la théorie institutionnelle et catégorise l'information produite annuellement auprès de la SEC et la classe selon des critères spécifiques élaborés en fonction des exigences relatives à la nouvelle loi. L'étude compare les informations divulguées par les agences avant l'adoption de la loi Dodd-Frank, à celles divulguées après, et conclut à des résultats mitigés, dépendamment de l'élément informationnel considéré.

MOTS-CLÉS : Dodd-Frank, Sarbanes-Oxley, crise financière, agences de notation, divulgation, transparence.

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Les agences de notation financière ont pour rôle d'évaluer le risque de défaut de paiement d'un pays ou d'une compagnie, c'est-à-dire le risque de faillir à ses obligations envers ses créanciers que ce soit au niveau des charges d'intérêt courues ou de remboursement échu. Elles attribuent habituellement des cotes alphanumériques (AAA-D). Le client paie l'agence de notation afin de se voir attribuer une cote.

Au cours de la dernière décennie, les notations de crédit des agences n'avaient cependant cessé de perdre de leur crédibilité et les agences de faire l'objet de critiques acerbes, notamment pour leur rôle dans la crise des subprimes de 2007, considérée comme l'une des plus importantes crises financières de l'histoire. Cette dernière qui débuta en 2007 alla s'amplifier en 2008 provoquant la chute des marchés financiers et la fermeture d'institutions financières majeures, dont la plus retentissante est la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers.

L'échec de la notation des produits structurés lors de la crise financière de 2008 a d'ailleurs conduit la SEC à enquêter sur les méthodes de travail des grandes agences de notation financière (Financial Crisis Inquiry Commission, 2011) et divers facteurs sont avancés afin d'expliquer le manque de fiabilité des notations. On cite souvent à cet effet :

- (i) l'excessive pression compétitive à l'intérieur de l'industrie de notation (White, 2010),
- (ii) le modèle quantitatif imparfait employé pour l'établissement des notations de crédit (White, 2010),

- (iii) leur incapacité à anticiper les crises financières (Reisen et Maltzan, 1999 ; Ferri, Liu et Stiglitz, 2002 ; Partnoy, 2006 ; Benmelech et Dluosz, 2009)
- (iv) la tendance à sous-évaluer les cotes de crédit par prudence de peur de se faire sanctionner pour avoir attribué une cote trop élevée. (Valentin, Darius et Leo, 2014).

Le portrait peint pour l'industrie de la notation de crédit est souvent celui d'une activité dont les membres sont surtout préoccupés à vouloir plaire aux grands émetteurs (Boylan, 2012), étant donné leur volume d'affaires. Les agences semblent souvent peu prudentes dans leurs démarches d'attribution de notation et seraient généralement réticentes à l'idée de réviser leurs notations, même lorsqu'elles s'avéraient inexactes (Valentin, Darius et Leo, 2014). De telles défaillances avaient finalement conduit certains à remettre en question la pertinence même du rôle des agences de notation dans le processus de renforcement de l'efficacité du système financier. On est même allé jusqu'à mettre en doute l'utilité des notations en tant qu'indicateurs fiables de la qualité du crédit.

D'autres observateurs, tel Boylan (2012) attribuent la faible performance des agences à leur modèle d'affaires dit de l'émetteur-payeur où il revient à l'émetteur de payer l'agence pour se voir attribuer une notation. Un tel mode de rémunération, habituellement adopté par la majorité des agences, peut constituer une vraie entrave à leur indépendance. Afin de s'assurer de la fiabilité des notations, certains utilisateurs vont recourir à plus d'une agence pour avoir la possibilité de comparer les évaluations (Matarocci, 2011).

Devant ces lacunes au niveau de l'activité des notations, certains suggèrent la création des agences de notation de crédit publiques, nationales et indépendantes (Diomande, Heintz et Pollin, 2009). De telles agences seraient chargées de la validation des évaluations des agences privées de notation de crédit et prendraient également en

charge l'étude des relations entre les cycles économiques et les notations et ce faisant, elles serviraient de repères pour les investisseurs.

La solution d'une agence publique de notation n'a cependant pas retenu l'assentiment des législateurs et malgré les critiques, les agences privées de notation de crédit demeurent toujours parmi les principaux pourvoyeurs d'informations sur les marchés financiers (Diomande, Heintz et Pollin, 2009). Néanmoins, il semble que leur crédibilité dépendra de leur capacité à s'ajuster aux nouvelles exigences légales, ainsi que de l'effort qu'elles fournissent à vouloir défendre leur réputation. Cela dépendra également du degré d'indépendance qu'elles démontreront face aux grands émetteurs.

Le législateur américain a de toute façon démontré sa détermination à soumettre les agences de notation, surtout celles avec le prestigieux statut NRSRO, à un régime d'encadrement aussi strict que global. À cet effet, la loi Dodd-Frank a été promulguée, aux États-Unis, le 21 juillet 2010 dans le but de renforcer l'encadrement des pratiques des agences de notation et vise la transparence comme ultime moyen d'y arriver. Afin de délimiter l'encadrement des notations, la SEC exige que les NRSRO produisent annuellement le *Annual Certification of Form NRSRO*. Ces rapports sont le résultat d'exigences légales spécifiques et serviront à l'identification des variables informationnelles utilisées dans cette étude.

L'objectif de ce travail est de vérifier si la loi Dodd-Frank a eu l'effet escompté sur le comportement de divulgation des agences de notation de crédit et plus précisément sur l'agence Moody's. Pour ce faire, nous comparerons les rapports déposés annuellement auprès de la SEC par l'agence Moody's, avant et après la promulgation de la loi Dodd-Frank et mesurerons le niveau de divulgation de l'agence à l'aide d'une échelle d'évaluation.

Aux États-Unis, toutes les grandes crises financières avaient entraîné des changements législatifs et réglementaires dont le but était uniquement d'accroître la confiance des investisseurs en appliquant des réformes nécessaires. Bien que la législation soit généralement bien intentionnée, son efficacité reste incertaine et s'est même avérée inefficace dans la prévention de la fraude (Kurdas, 2009), comme en témoigne l'échec du Manhattan Hedge Fund. Il est aussi craint que la méfiance vis-à-vis des législateurs, due à des années de falsification, de faveurs politiques et d'autocontrôle, ait souvent pu empêcher les règlements d'atteindre le niveau souhaité d'efficacité (Ely, 2009).

Il est indéniable que les agences de notation jouent un rôle clé dans l'efficacité du marché financier et que tout manquement au niveau de la fiabilité des notations n'est pas sans conséquence, comme ce fut le cas lors de la crise des subprimes de 2007. La participation douteuse des agences à cette crise n'a pas laissé d'autre choix au législateur. La confiance que portent les investisseurs envers la capacité du gouvernement à atténuer les inefficiences du capitalisme est essentielle pour éliminer l'incertitude (Farmer, 2013). Cette étude se concentre sur l'impact de cette intervention sur le comportement informationnel de l'agence Moody's.

Ce travail contribue à accroître la littérature entourant l'impact des nouvelles législations et plus précisément l'impact de la loi Dodd-Frank; Il contribue à la littérature des notations de crédit et donnera des ressources supplémentaires aux autorités réglementaires permettant ainsi d'amener des solutions aux problèmes de transparence. Ce travail analysera le niveau de divulgation de l'agence Moody's suite au passage de la loi Dodd-Frank. Si la plupart des études dans le domaine se sont surtout intéressées à la réaction des marchés, nous croyons que cette analyse permettra de cerner l'impact de la loi à un autre niveau, celui de la transparence.

Au chapitre 1, l'étude présentera le cadre institutionnel et législatif, au chapitre 2, l'impact de la loi Dodd-Frank et les changements apportés par la nouvelle réforme seront étudiés, le chapitre 3 sera consacré à la revue de littérature et au cadre théorique de l'étude, suivi de la méthodologie au chapitre 4, pour finalement discuter des résultats obtenus et conclure.

CHAPITRE I

CADRE INSTITUTIONNEL DE L'ÉTUDE

Afin d'appréhender le but de notre étude et d'être en mesure d'analyser l'impact de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de l'agence Moody's, il est primordial de connaître le contexte dans lequel a évolué la notation de crédit de même que les lois et règlements entourant le secteur de la notation de crédit. Ce chapitre débute en présentant l'historique de la notation de crédit aux États-Unis, se poursuit par le rôle de la Security and Exchange Commission (SEC) entourant le domaine des notations et du statut de Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO) et qui constitue notre source principale d'information, pour finalement traiter du cadre législatif qui encadre les agences de notation.

1.1 Historique de la notation de crédit aux États-Unis

La notation de crédit a vu le jour aux États-Unis au cours des années 1900 et est rapidement devenue partie intégrante du système financier américain suite à la globalisation des marchés au milieu des années 1970 (Bayar, 2014). Elle était déjà utilisée au cours des années 1930 et 1940 par le secteur bancaire et de l'assurance afin de promouvoir la sécurité ainsi que l'uniformité de la notation de crédit au sein des institutions concernées. On ne faisait dès lors pas encore référence aux NRSRO.

Ce n'est qu'en 1975 que la SEC a créé les NRSRO à travers le processus de lettre de non-action. Ce statut est venu apporter beaucoup de crédibilité aux agences de notation

de crédit et a rendu plus difficile la compétition sur le marché de la notation. Il est alors pratiquement impossible pour toute petite agence de se voir attribuer cette désignation vu les critères très spécifiques qui entourent le statut NRSRO. En faisant référence aux notations de crédit dans les textes de lois et règlements, les NRSRO ont gagné en pouvoir et cela a surtout eu pour effet de créer une barrière à l'entrée quasi insurmontable à l'industrie de la notation de crédit. C'est, entre autres, ce qui semble avoir, de l'avis de beaucoup, grandement contribué à l'oligopole actuellement en place dans le secteur de la notation de crédit et qui a favorisé l'émergence du « Bigthree » constitué des agences Moody's, Fitch et S&P et qui se partagent à eux trois plus de 95% des parts de marché (Coskun, 2008). Il faut cependant noter qu'avant l'institution du statut NRSRO, les agences de notation n'étaient soumises à aucun encadrement légal spécifique et jouissaient de toute liberté d'action. Il convient cependant de démystifier ici les différentes lois, réformes et statuts encadrant les agences de notation depuis 1975, de même que les autorités qui jouent un rôle dans l'encadrement des pratiques des agences.

1.2 La Security and Exchange Commission (SEC)

La SEC, notre source principale d'information, est l'organisme fédéral américain chargé légalement de la surveillance et du contrôle des marchés financiers aux États-Unis. C'est l'équivalent de l'autorité des marchés financiers au Canada. La SEC a pour principaux objectifs l'application des nouvelles lois financières, la promotion de la stabilité sur les marchés et la protection des investisseurs. La SEC, pour faire suite au « Credit rating agency act of 2006 », s'est vue attribuer des pouvoirs supplémentaires dans le domaine des notations de crédit. En plus de son rôle de surveillance, elle obtient, entre autres, le droit d'imposer des sanctions aux agences en cas de manquement ou de fraude (Gaillard, 2011). Pour assainir l'industrie de la notation, la SEC a mis en place des critères de reconnaissance stricts permettant d'accréditer une organisation de notation.

1.3 Les Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO)

Comme mentionné, le statut NRSRO a été créé en 1975 et est rapidement devenu une référence en matière de qualité de notation de crédit. Pendant plusieurs années, seules Moody's, S&P et Fitch se sont partagé ce prestigieux statut et en ont fait un avantage concurrentiel de taille. Les exigences de la SEC en vue de l'obtention de la certification NRSRO ont rendu difficile l'entrée de nouvelles agences sur le marché. Il faudra attendre 2006 et la venue du « Credit rating agency act » avant que d'autres agences ne puissent se prévaloir de ce statut tant convoité. Cette loi avait pour objectif d'augmenter la compétition sur le marché. Le tableau 1.1 donne la liste des agences certifiées NRSRO par la SEC au 31 décembre 2008, leur nombre était de dix agences et n'a pas augmenté depuis.

Tableau 1.1 : Les agences de notation certifiées par la SEC en tant que NRSRO au 31 décembre 2008 et la date de leur certification¹.

1)	A.M. Best Company Inc. (“A.M. Best”) (September 24, 2007)
2)	DBRS Ltd. (“DBRS”) (September 24, 2007)
3)	Fitch Inc. (“Fitch”) (September 24, 2007)
4)	Japan Credit Rating Agency, Ltd. (“JCR”) (September 24, 2007)
5)	Moody’s Investor Services, Inc. (“Moody’s”) (September 24, 2007)
6)	Rating and Investment Information, Inc. (“R&I”) (September 24, 2007)
7)	Standard & Poor’s Rating Services (“S&P”) (September 24, 2007)
8)	Egan-Jones Rating Company (“EJR”) (December 21, 2007)
9)	LACE Financial Corp. (“LACE”) (February 11, 2008)
10)	Realpoint LLC (“Realpoint”) (June 23, 2008)

Malgré leur nombre de 10, à elles seules les trois grandes agences Fitch, Moody’s et S&P assurent plus de 94% de toutes les activités de notation des NRSRO et Moody’s seule plus de 45%. (SEC, 2015 Report)

Toutes les agences listées au tableau 1.1 sont soumises à la législation américaine en matière d’encadrement de notation de crédit. Nous nous limiterons cependant à la présentation de l’agence Moody’s, étant donné que c’est cette agence qui constitue l’essentiel de notre étude et que seuls ses rapports étaient facilement accessibles et

¹ SEC (2008), « Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations »

disponibles aux fins de cette étude. En effet, bien que publics, les rapports des autres agences n'étaient pas disponibles ou entièrement disponibles pour l'ensemble de la période à l'étude.

Le tableau 1.2 situe l'activité de notation de Moody's par rapport à l'ensemble des autres membres du club NRSRO. Moody's réalise, toutes catégories confondues, plus de 30% de toutes les notations réalisées par les NRSRO.

Tableau 1.2 Moody's : Nombre de notations de crédit de l'agence Moody's en comparaison des autres agences NRSRO, au 31 décembre 2014, catégorie de notation²

	Financière	Assurance	Corporation	Subprime	Gouvernement	Total
Moody's	52 049	3 336	41 364	71 504	673 166	841 419
NRSRO	197 057	22 335	127 26	218 632	1 854 815	2 420 094

Les données précédentes démontrent que Moody's est représentative de son secteur, surtout qu'elle est la seule agence à détenir des activités totalement dédiées à la notation de crédit. Moody's se veut un contributeur à l'efficacité globale du marché financier, on peut lire de son rapport annuel 2015 que :

² Source :tiré de 2015 Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, SEC.
At: <https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2015-annual-report-on-nrsros.pdf>

« Moody's contributes to the efficiency and transparency of global financial markets. Moody's Investors Service's ratings provide an independent standard for measuring credit risk that is comparable over time, and across geographies and asset classes ». (Moody's, 2015)

1.4 Cadre législatif encadrant les agences de notation

Depuis 1975, les agences de notation n'avaient cessé de gagner en importance et la notation de crédit a pris un rôle prépondérant au sein du système financier américain et international. Les autorités fédérales américaines se sont mises à faire référence aux notations et à privilégier le statut de NRSRO, trainant dans leur sillage l'ensemble des institutions internationales, la Banque Mondiale, le Fonds Monétaire International ou la Banque Règlement Internationale et c'est ainsi que le statut NRSRO est devenu une marque de confiance universelle pour les investisseurs. Comme mentionné précédemment, cette situation a donné lieu au monopole, actuellement très évident au sein l'industrie de la notation, mais aussi aux problèmes qu'on reproche aujourd'hui aux agences de notation telles que, leur manque de transparence, leurs pratiques abusives ou leur manque de responsabilité (White, 2010).

Les agences de notation ne se sentent guère privilégiées par le statut NRSRO et sont profondément convaincues de le mériter, à cause de la qualité du travail accompli ; elles insistent sur le fait que leurs notations expriment des opinions de qualité et n'ont jamais hésité à se protéger en brandissant le premier amendement de la constitution américaine, garantissant la liberté d'opinion. Il est d'une importance capitale de savoir sur quels facteurs se sont appuyées les agences dans l'attribution de leur notation et c'est ce qu'a essayé d'établir la loi Dodd-Frank, mais c'est là l'aboutissement d'un processus qui a été amorcé depuis les des années 2002, tel qu'indiqué au tableau 1.3.

Tableau 1.3 : Processus législatif d'encadrement des agences de notation de crédit aux États-Unis.

Législation	Date de promulgation
Loi Sarbanes-Oxley	2002
Loi « Credit rating agency act of 2006 »	2006
Loi Dodd-Frank	2010
Le cadre réglementaire actuel de la SEC pour les NRSRO	2006
Le «Annual Certification of Form NRSRO»	2006

La loi Dodd-Frank peut être considérée comme l'aboutissement d'un processus réglementaire qui a débuté par la loi Sarbanes-Oxley qui s'adresse à l'ensemble de la divulgation financière. La loi Dodd-Frank traite spécifiquement des agences de notation et s'attarde longuement sur leur transparence.

1.4.1 Loi Sarbanes-Oxley

La première tentative législative de mettre de l'ordre dans le système de divulgation est matérialisée par la loi SOX (Sarbanes-Oxley), promulguée le 30 juillet 2002 en réponse aux scandales financiers des grandes corporations telles d'Enron et Worldcom. Cependant, la loi SOX ne réforme pas l'industrie de la notation, elle visait plutôt la réforme de l'activité d'audit des états financiers, en espérant accroître la responsabilité des firmes comptables afin de mieux protéger les investisseurs (Rioux,

2003). Notons que seule Moody's publie des rapports annuels indépendants et entièrement consacrés à l'activité de notation.

La loi a pour objectif de :

- (i) Renforcer les sanctions pénales relatives aux dirigeants d'entreprises faisant un appel public à l'épargne (SEC, 2002) ;
- (ii) Mettre fin à l'autorégulation des auditeurs et améliorer la transparence (SEC, 2002);
- (iii) Abolir les conflits d'intérêts entourant les analystes financiers en réformant leurs activités (SEC, 2002) ;
- (iv) Augmenter le niveau de divulgation financière et de responsabilité sociale d'entreprise (SEC, 2002).

La loi Sarbanes-Oxley est une loi résolument orientée vers le haussement de la qualité de l'information divulguée dans les états financiers et le renforcement de la responsabilité des auditeurs (SEC, 2002).

En ce qui concerne les agences de notation, le Congrès américain s'est contenté dans le temps de demander à la SEC un rapport sur le rôle et le fonctionnement des agences de notation. Ce rapport a pour but ;

- (i) D'examiner le rôle des agences de notation dans leurs évaluations et leur importance sur le marché (SEC, 2003) ;
- (i) De déterminer les barrières à l'entrée dans le secteur de notation (SEC, 2003) ;
- (ii) D'améliorer la diffusion d'informations concernant les ressources financières et les risques (SEC, 2003);
- (iii) De prévenir les conflits d'intérêts entourant les agences de notation (SEC, 2003).

1.4.2 Loi « Credit rating agency act of 2006 »

Ce n'est qu'en 2006 qu'on s'est occupé de l'amélioration de la transparence des agences et de l'accroissement de concurrence sur leur marché, on promulgua alors « The Credit Rating Agency Reform Act of 2006 ». La loi vise, en effet, l'amélioration de la qualité notation sur les marchés financiers en agissant au niveau de la transparence et en augmentant la compétition au sein de l'industrie de la notation. Parmi les exigences de la loi, notons :

- (i) L'établissement de nouvelles lignes directrices concernant la procédure d'accréditation en tant que NRSRO (SEC, 2006);
- (ii) L'obligation, pour les agences qui appliquent pour le statut NRSRO, de discuter de leur méthodologie et procédures générales lors de l'application auprès de la SEC (SEC, 2006).

La loi « *Credit agency act of 2006* » n'est pas contraignante pour les agences de notation. Elle visait plutôt l'amélioration de la transparence sur le marché en augmentant la compétition entre agences. Cette loi semble se désintéresser des autres dimensions des activités des agences, sauf dans le cas où de telles activités risquent d'affecter leur indépendance ou leur subjectivité. La *Credit agency act of 2006* offre la possibilité de suspendre ou de révoquer la désignation NRSRO à toute agence se trouvant dans l'une des situations suivantes :

1. Lorsque L'agence de notation ou toute personne ou toute personne qui lui est associée commet une infraction ou a été déclarée coupable d'un crime passible d'emprisonnement (SEC, 2006);
2. Lorsque l'agence de notation ne fournit pas à la SEC le rapport annuel certifications, ou que l'information contenue est erronée (SEC, 2006);
3. Lorsque l'agence de notation ne parvient pas à maintenir les ressources financières nécessaires à sa gestion efficace (SEC, 2006).

1.4.3 Loi Dodd-Frank

Il faut attendre l'année 2010, pour qu'une loi traitant spécifiquement des agences de notation, voie le jour. Comme souligné précédemment, la loi Dodd-Frank s'inscrit dans un processus qui avait été amorcé par la loi Sarbanes-Oxley. Alors que la loi Sarbanes-Oxley s'adressait principalement aux entreprises commerciales, la loi Dodd-Frank vise plutôt les institutions financières. Cette section se divisera en deux volets : le premier traitera des sources légales qui régissent les agences de notations prévues par la loi Dodd-Frank et le second traitera des règles imposées par la SEC afin de délimiter l'encadrement des notations, tel que défini par la loi.

1.4.4 Le cadre législatif

Suite à l'importance de la dernière crise financière, le législateur américain promulgua la Loi Dodd-Frank, considérée comme la plus importante réforme depuis la création de la SEC, afin de réglementer les agences de notation. La loi Dodd-Frank vient compléter le « Credit Rating Agency Reform Act of 2006 ». Elle a comme principal objectif la promotion de la stabilité financière aux États-Unis. Parmi ses recommandations, notons :

- (i) l'élimination des diverses exigences statutaires et réglementaires (SEC, 2010);
- (ii) le désir d'établir une structure de contrôle interne en vue de superviser les procédures et les méthodes de notation ainsi que l'amélioration de la transparence (SEC, 2010) ;
- (iii) l'augmentation de la responsabilité des agences de notation lors de l'attribution des cotes de crédit (SEC, 2010).

Parmi les novations apportées par la Loi Dodd-Frank notons :

- (i) la charge de la (SEC) de la responsabilité et de la mise en place de ses dispositions (SEC, 2010) ;
- (ii) le pouvoir accordé à la SEC d'imposer des sanctions aux agences en cas de manquement ou de fraude (SEC, 2010) ;
- (iii) Une supervision accrue des marchés financiers doublée de l'encouragement de la venue de nouvelles agences de notation afin de briser le monopole existant (SEC, 2010);
- (iv) la protection renforcée accordée aux consommateurs, aux actionnaires et aux émetteurs de crédit (SEC, 2010);
- (v) le retrait de toute référence aux notations dans les lois et réglementations financières (SEC, 2010) ;
- (vi) l'obligation faite aux agences de publier leurs méthodologies et leurs performances (SEC, 2010).

La SEC étant chargée de la surveillance des marchés financiers aux États-Unis, la Loi Dodd-Frank avait aussi pour exigence le renforcement de ce pouvoir de supervision en plus du contrôle des produits dérivés.

Notons également que la loi Dodd-Frank préconise :

- (i) l'habilité de la SEC à suspendre une agence qui n'aurait pas les ressources financières suffisantes pour attribuer une notation adéquate (SEC, 2010);
- (ii) l'empêchement des services commerciaux d'une agence d'influencer le travail des analystes et la vérification d'absence de conflit d'intérêts (SEC, 2010) ;

1.4.5 Le cadre réglementaire actuel de la SEC pour les NRSRO³

L'article 15E, qui a été ajouté à l'*Exchange Act* par la loi *Credit Rating Agency Reform de 2006* (CRARA) et qui plus tard a été modifiée par la loi Dodd-Frank de 2010, soumet les NRSRO à l'encadrement légal de la SEC. Dès juin 2007, la SEC adoptait une série de mesures à cette fin. En ce qui concerne ce travail, et étant donné l'absence de toute autre alternative, nous accorderons une attention particulière aux règles qui concernent les NRSRO puisque l'objectif de notre travail consiste à vérifier si la loi Dodd-Frank a eu pour effet d'améliorer la transparence de l'agence Moody's à travers une plus grande divulgation. Pour ce faire, nous analyserons les rapports déposés à la SEC par Moody's et comparerons les rapports avant et après l'adoption de la loi Dodd-Frank pour ainsi vérifier si nous constatons un changement dans le comportement de l'agence.

En premier lieu, la Règle 17g-1 du paragraphe (a) exige que la demande d'inscription initiale auprès de la SEC de toute NRSRO doive être présentée sur le formulaire NRSRO conçu à cette fin. L'alinéa (f) exige aussi que les demandes de certification annuelles soient présentées à la SEC sur le même formulaire.

La section 15E (b) (2) de l'*Exchange Act* exige de chacune des NRSRO le dépôt annuel auprès de la SEC, d'un amendement à son enregistrement, attestant que les informations et les documents produits lors de sa demande initiale d'enregistrement, continuent à être valables. Chaque NRSRO doit aussi fournir la liste complète des changements importants étant survenus au cours de l'année civile précédente. Tout comme elles doivent soumettre un organigramme, identifiant ses divisions, ses départements et unités d'affaires. De telles informations sont destinées à aider les

³Staff of the Office of Credit Ratings of the U.S. Securities and Exchange Commission (2013), Report to Congress Credit Rating Agency Independence Study, (November). At : <http://www.sec.gov/ocr>. Visité le 26 novembre 2015.

utilisateurs des notations de crédit et la SEC à mieux saisir leur fiabilité et à mieux appréhender tout risque de conflits d'intérêts potentiels liés aux activités de notation.

La Règle 17g-3 (a) (3) exige de toute NRSRO la description de toutes ses principales sources de revenus et de fournir annuellement à la SEC des informations non vérifiées sur le montant des recettes générées par certains services :

- (i) les recettes provenant de la détermination et du maintien de cotes de crédit (article 17g-3 (a) (3) (i)),
- (ii) les recettes provenant des abonnés (article 17g-3 (a) (3) (ii)),
- (iii) les recettes provenant de l'octroi de licences ou de droits de publier des notations de crédit (article 17g-3 (a) (3) et
- (iv) les recettes de «tous les autres produits et services" (article 17g-3 (a) (3) (iv)).

La Règle 17g-2 (a) (5) exige de toute NRSRO de tenir et de conserver un registre répertoriant les types généraux de services et produits qu'elle propose. Ce registre est destiné à fournir à la SEC les détails de ses activités auxiliaires. Ce registre pourra être utilisé afin d'identifier les conflits d'intérêts potentiels

La Section 15E (h) (1) de *l'Exchange Act* stipule que chaque NRSRO doit établir, maintenir et appliquer des politiques et procédures écrites, raisonnablement conçues, en tenant compte de la nature de son activité et de ses filiales, afin de traiter et gérer tout conflit d'intérêts. La Section 15E (h) (2) exige de la SEC l'édition de règles interdisant les conflits d'intérêts ou exigeant leur gestion équitable et leur divulgation. Afin de mettre en pratiques les exigences de la section 15E (h) (2), la SEC était amenée à adopter la règle 17g-5 de *l'Exchange Act*.

Afin de s'acquitter de sa tâche envers la loi Dodd-Frank, la SEC a imposé aux agences NRSRO une procédure de publicité légale, matérialisée par un rapport annuel intitulé « Annual Certification of Form NRSRO ».

1.4.6 Annual Certification of Form NRSRO

Afin de respecter les exigences de la section 15E (b) (2) de *l'Exchange Act*, chaque NRSRO doit fournir à la Commission une déclaration annuelle au plus tard 90 jours après la fin de chaque année civile. Cette déclaration annuelle doit être fournie à la Commission sur le formulaire NRSRO et doit inclure :

- (i) une mise à jour des informations contenues dans la déclaration précédente (SEC, 2011) ;
- (ii) les statistiques de mesure de la performance des notations de crédit (SEC, 2011);
- (iii) une attestation que les renseignements et documents fournis sur ou avec le formulaire NRSRO continuent d'être exact (SEC, 2011); et
- (iv) une liste des changements matériels à la demande d'enregistrement qui a eu lieu au cours de l'année civile précédente (SEC, 2011)

Les informations exigées par la SEC au niveau des *Annual Certification of Form NRSRO* serviront à l'identification des variables informationnelles utilisées dans cette étude.

Ce chapitre avait pour objectif de relater le parcours de la notation de crédit aux États-Unis, afin, de bien sentir l'opportunité des dernières réformes entourant l'industrie des notations de crédit sur l'agence Moody's. Dans le prochain chapitre, nous exposerons les recherches qui ont déjà été faites dans le domaine et présenterons le cadre théorique de l'étude et les hypothèses de recherche.

CHAPITRE II

FONDEMENT THÉORIQUE ET REVUE DE LITTÉRATURE

Les agences de notation de crédit sont, dans leur grande majorité, des institutions privées spécialisées dans l'évaluation de la qualité de crédit. Trois d'entre elles dominent l'ensemble du paysage en contrôlant plus de 95% du marché et à elle seule l'agence Moody's se charge de plus de 45% de ce marché. Ce sont Fitch, Moody's et Standard & Poor's. Bien que leur rôle soit généralement considéré comme bénéfique, la crise financière de 2008 a démontré combien il était nécessaire de les encadrer. Ce fut la loi Dodd-Frank des États-Unis qui avait indéniablement 'ouvert le bal' et qui est censée avoir le plus d'effet.

Notre travail ayant pour objectif l'étude d'un éventuel impact, après avoir défini le cadre institutionnel dans le précédent chapitre, ce chapitre sur la revue de littérature présentera dans un premier temps quelques recherches qui se sont concentrées sur l'effet de la loi Dodd-Frank (efficacité) sur la divulgation et sur la transparence des agences de notation de crédit, de même que le cadre théorique à l'étude et les hypothèses de recherche, pour finalement conclure à un besoin de plus de recherche sur le sujet.

2.1 Les interrogations sur l'efficacité de la loi Dodd-Frank

L'encadrement accru des agences de notation de crédit, à travers la loi Dodd-Frank nous amène à nous interroger sur l'efficacité des réformes proposées ou adoptées.

Essentiellement, la question est de savoir si une telle loi a eu l'impact espéré en matière d'amélioration de la fiabilité des notations de crédit à travers une plus grande transparence. À cet égard, les avis sont partagés.

Ainsi, certains chercheurs avancent que malgré sa jeunesse, la loi Dodd-Frank semble avoir accéléré une tendance qui s'est amorcée depuis 2002 à la suite de l'effondrement d'Enron et de Worldcom. Ceci s'est fait en faveur de notations de crédit plus rigoureuses (Alp, 2013).

D'autres auteurs tels que Wolfson et al. (2010), Crawford (2010) et Boylan (2012) croient pour leur part que la promulgation de la loi Dodd-Frank n'a pas systématiquement amélioré la qualité de la notation de crédit. À cet effet, Wolfson et Crawford (2010) pensent que bien que la loi Dodd-Frank contient certains dispositifs visant l'amélioration de la transparence des agences de notation de crédit, elle ne souligne pas l'urgence d'une restructuration de ces agences. Selon ces auteurs, une telle restructuration serait comparable à celle de la profession comptable. Les auteurs insistent sur la mise en place d'un programme d'éducation requérant une certification et l'obtention d'une licence pour tous les analystes de notation. De plus, ils sont d'avis qu'en raison de leur influence sur le marché, les agences de notation devraient être régies par les mêmes normes éthiques et professionnelles que les comptables agréés. De son côté, Boylan (2012) avance que la nature du processus de notation, jumelée à certains éléments structurels de l'industrie, aurait produit un environnement dans lequel les jugements professionnels seraient susceptibles d'avoir un impact négatif sur la qualité des notations de crédit.

Une cote de crédit est, certes, l'expression d'une « opinion » sur le risque de perte d'une obligation ou d'un investissement similaire. De ce point de vue, certaines recherches empiriques soutiennent que les cours boursiers réagissent à l'annonce d'une notation initiale (Poon et Chan, 2008 ; Nayar et Rozeff, 1994), comme ils

réagissent aux changements des notations existantes (Jorion, Liu et Shi, 2005 ; Dichev et Piotroski, 2001). Les investisseurs se retrouvent donc en droit de savoir comment de telles notations sont établies, d'où le besoin de transparence.

Quoi qu'il en soit, les opinions fournies par les agences de notation de crédit sont le fruit d'analyses complexes, agrémentées de jugements et d'hypothèses sur les causes et les effets de défaillances de crédit (Boylan, 2012) qui peuvent avoir des effets dévastateurs. En outre, jugement et décision s'avèrent deux choses distinctes. En général, lorsque confrontés à un problème décisif, les gens tendent à utiliser l'information disponible pour former leur jugement. Le biais peut survenir soit à la phase de jugement, soit à celle de décision. La différence est que le biais de jugement est de nature inconsciente. À cet effet, il a été démontré que de bonnes performances passées tendent à diriger vers des projections extrêmement optimistes concernant les futures performances (Tversky et Kahneman, 1974 ; 1982). Deont et Thaler (1985) poursuivent que les décideurs financiers ont tendance à systématiquement surévaluer les titres qui ont eu de bonnes performances dans le passé. Le raisonnement derrière ce type d'erreur est que l'individu associe bonne performance passée avec durabilité. Le jugement par rapport à la performance future sera alors surévalué. C'est, entre autres, ce qui semble avoir contribué à la pauvre performance des agences de notation de crédit lors de la crise financière de 2008.

Comme nous avons pu le constater dans le présent chapitre, les avis semblent partagés quant au fait que la loi Dodd-Frank améliorera systématiquement la transparence des agences de notation de crédit. À cet effet, certains croient que la loi Dodd-Frank contient des dispositifs visant l'amélioration de la transparence des agences de notation de crédit (Wolfson et Crawford, 2010) mais, que la loi reste incomplète dans le sens où elle ne permet pas d'abolir complètement les conflits d'intérêts dans l'industrie des notations (Boylan, 2012). L'objectif de ce travail consiste à analyser l'impact de la loi Dodd-Frank sur le comportement de l'agence

Moody's en matière de divulgation. Vu cependant le caractère assez récent du sujet d'étude, peu d'auteurs se sont penchés sur la question. Fort heureusement, il existe dans la littérature une analogie : le passage de la loi américaine de Sarbanes-Oxley (SOX), promulguée en 2002 suite au krach boursier et aux scandales financiers des années 2000 (Tyco, Enron et Worldcom) et dont l'impact fut l'objet de nombreuses études.

2.2 Les études ayant examiné l'efficacité de la loi SOX

Tout comme la loi Dodd-Frank, la loi Sarbanes-Oxley fut promulguée en réponse à une crise financière. Cependant, la loi Dodd-Frank vise les institutions financières alors que la loi Sarbanes-Oxley était principalement axée sur les entreprises et vise surtout à améliorer la fiabilité de l'information financière et à lutter contre les comportements frauduleux en matière de divulgation financière (SEC, 2002). Dans les années qui suivirent son passage, la loi SOX fut en effet l'objet de nombreuses études ayant vérifié son efficacité. Jain et Rezaee (2005) concluent à un impact positif sur la restauration de la confiance des investisseurs. Jain, Kim et Rezai (2008) ont, de leur côté, constaté que les indices de liquidité du marché se sont améliorés à la suite de la promulgation de la loi SOX. Cheng et Neamtiu (2009) ont remarqué une dégradation plus rapide des cotes de crédit dans le cas d'une augmentation du risque, suite au passage de la loi Sarbanes-Oxley. Li, Pincus et Rego (2004) avaient constaté une réaction défavorable de la part du marché immédiatement après l'application de la fameuse loi, mais favorable par la suite. Coates (2007), Holmstrom et Kaplan (2003) et Kroszner (2004) sont d'avis qu'à cause du fait que la loi a été promulguée à l'intérieur d'une période de changement tant du point de vue financier, économique que politique, cela augmente la complexité de son impact.

2.3 Études relatives à l'effet de la loi sur la divulgation des entreprises

La divulgation de conformité est une technique réglementaire relativement récente qui oblige les entreprises à révéler dans quelle mesure elles respectent les codes, les pratiques et les normes (Fasterling, 2012). Lorsqu'il existe une obligation légale de divulgation, une société est sous pression pour signaler sa conformité à un code afin d'éviter d'envoyer un signal négatif. De tels mécanismes reposent sur la pression exercée par les autorités sur les entreprises pour qu'elles se conforment aux normes, ce qui, on l'espère, conduira à une amélioration des comportements (Belcher, 1995). Le respect de la réglementation est un moyen par lequel les gestionnaires d'entreprise peuvent maintenir la légitimité organisationnelle (Chelli et al., 2014).

Même si peu d'études se sont attardées sur le comportement de divulgation d'entreprises suite au passage d'une loi, certaines ont démontré que les parties prenantes réagissaient au niveau des divulgations provenant surtout des rapports annuels (Tilt, 1994 ; Deegan et Rankin, 1997). D'autres ont également indiqué que le niveau de divulgation a tendance à augmenter suite à une crise de nature sociale ou environnementale (Blacconiere et Patten, 1994; Deegan et al, 2000; Magness, 2006). Khokan et al. (2014) ont démontré que le niveau de conformité des entreprises à la loi a eu tendance à augmenter suite à la crise financière de 2008-2009. On se rappelle aussi que les faibles pratiques en matière de divulgation avaient grandement contribué à la crise financière asiatique de 1997 (Rahman, 1998; Gul et Leung, 2004) et que le manque de transparence des agences est considéré comme étant l'un des facteurs déterminants de la crise financière de 2008 (Goldin et Vogel, 2010).

À l'inverse, Santos et al. (2014) ont évalué la divulgation de conformité des entreprises brésiliennes suite au passage aux IFRS et leur étude a démontré qu'un faible niveau de divulgation de la part des entreprises suite au passage de la loi Sarbanes-Oxley. À cet effet, Santos et al. (2014) soulignent l'importance d'accroître le

soutien institutionnel pour renforcer les mécanismes d'application de la loi et ainsi permettre aux entreprises de mieux tirer parti des avantages économiques de l'adoption de la loi.

Contrairement à la majorité des travaux antérieurs, nous nous concentrerons sur l'impact de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur le comportement de transparence des grandes agences de notation. Sans nul doute, cette loi constitue le plus grand changement dans les règlements financiers aux États-Unis, depuis la création de la SEC en 1934 (Dimitrov, Palia et Tang, 2014). Ce travail se base sur le fait que la divulgation d'informations réduira inévitablement l'asymétrie⁴ de l'information (Diamond et Verrecchia, 1991 et Miihkinen, 2008) et contribuera ainsi à la fiabilité des notations. En outre, Beeks et Brow (2006) avaient démontré que les entreprises ayant des standards élevés en matière de gouvernance sont plus portées à divulguer l'information.

Dans les prochaines sections, nous aborderons la théorie de la légitimité et la théorie institutionnelle. Nos hypothèses découleront de ces deux théories.

2.4 Théorie de la légitimité

Selon Gray, Owen et Adams (1996), la théorie de la légitimité découlerait de la sociologie, plus précisément de la théorie politico-économique selon laquelle on ne pourrait évaluer un aspect économique sans la prise en considération de l'aspect social.

⁴L'asymétrie de l'information existe lorsque certains investisseurs possèdent de l'information privilégiée qui n'est pas mise à la disposition des autres investisseurs (Lofgren, 2002).

Les entreprises doivent sans cesse s'assurer qu'elles opèrent selon les normes et les règles établies par la société pour ainsi être perçues comme légitimes aux yeux de la société. La légitimité existe, car il y a un contrat social d'établi entre les entreprises et la société (Magness, 2006). Celle-ci justifie la raison d'être d'une organisation et sa survie (Patten, 1992 ; Deegan et al, 2002). Beaucoup d'efforts seront alors déployés pour assurer sa préservation (Patten, 1992; Deegan et al, 2002). La légitimité est vue comme un statut qui existe lorsque les valeurs de l'organisation sont congruentes avec les valeurs de la société (Lindblom, 1994). En apparaissant comme légitime, l'entreprise élaborera des plans rationnels et appliquera des mesures dans le but de satisfaire les attentes de la société (Berrone et al, 2009). La théorie de la légitimité présume qu'une entreprise n'a pas de droit inhérent d'exister (Magness, 2006). L'organisation devra gagner son droit d'opérer en agissant de manière socialement responsable (Deegan et al, 2000).

À l'inverse, la perte de légitimité pourrait être fatale pour une entreprise et conduire à sa fermeture (Deegan et al, 2000). Une entreprise qui adopte un comportement allant à l'encontre des valeurs véhiculées par la société provoquera une rupture du contrat social entre l'entreprise et la société (Patten, 1992 ; Deegan et al, 2002). Selon Deegan (2002), lorsqu'une ressource est jugée essentielle à la survie, les gestionnaires devront s'engager dans des stratégies de légitimation pour en assurer la continuité.

Les agences de notation se sont fait reprocher d'avoir gonflé les cotes de crédit de certains produits structurés lors de la dernière crise financière. Ces agissements ont eu des retombées néfastes énormes sur la société. Le manque de transparence de la part des agences est au cœur du problème. Suite aux récents scandales, une perte de confiance de la part de la société et des utilisateurs des notations se fait alors sentir. La société remettra alors en jeu la légitimité des agences. D'où l'intérêt de vérifier si l'agence Moody's s'est conformée aux critères d'application de la loi Dodd-Frank et si elle est devenue plus transparente.

Plusieurs études ont utilisé la théorie de la légitimité comme cadre théorique dans le domaine de la divulgation (Guthrie et Parer, 1989 ; Patten, 2002; Magness, 2006 ; Villiers et Staden, 2006). Certaines études ont appliqué la théorie de la légitimité pour expliquer le niveau de divulgation financière (Carpenter et Feroz, 1992). Carpenter et Feroz (1992) associent le choix d'un cadre comptable au désir d'augmenter la légitimité d'une organisation. Selon la théorie de la légitimité, nous devrions nous attendre à ce que le passage de la loi Dodd-Frank ait un impact significatif sur le niveau de divulgation des agences de notation de crédit inscrites en tant que NRSRO auprès de la SEC. Les agences de notation étant en partie responsables de la crise, nous pouvons nous attendre à ce qu'elles déploient des stratégies de légitimation pour regagner la légitimité de la société. La légitimité justifie la raison d'être d'une organisation et sa survie (Patten, 1992 ; Deegan et al, 2002).

Dans la prochaine section, nous porterons une attention particulière à la théorie institutionnelle. L'objet de notre étude étant l'analyse d'un éventuel impact de la loi sur le niveau de divulgation de l'agence Moody's, la théorie institutionnelle apportera une perspective complémentaire à notre étude.

2.5 La théorie institutionnelle

La théorie institutionnelle porte une attention toute particulière au comportement des organisations et à leur réponse face au changement social et à la pression institutionnelle. Il existe deux dimensions à la théorie institutionnelle soit, l'isomorphisme et le décuplement. Selon DiMaggio et Powell (1983), on retrouve trois formes d'isomorphisme soit, l'isomorphisme coercitif, l'isomorphisme normatif et l'isomorphisme mimétique. Dans notre travail, nous porterons une attention plus particulière à l'isomorphisme coercitif puisque nous cherchons à évaluer l'impact de l'adoption d'une loi, la loi Dodd-Frank. De ce fait, on notera que la coercition existe

lorsque « des pressions formelles et informelles exercées sur l'organisation par d'autres organisations desquelles elles dépendent et des attentes de la société dans laquelle l'entreprise fonctionne » (DiMaggio et Powel, 1983). Autrement dit, le pouvoir est une variable déterminante de la coercition (Touron, 2002). On peut alors parler de mécanisme de coercition légale. Le non-respect des lois et règlements entraînera des sanctions pour les entreprises qui refusent de s'y conformer (Touron, 2002). Les entreprises auront donc tout intérêt à se conformer aux lois afin d'éviter les sanctions (Touron, 2002).

L'objet de notre travail portant sur l'impact de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de l'agence Moody's, nous croyons que l'agence sera portée à se conformer à la loi afin d'éviter d'être sanctionnée. La prochaine section sera consacrée aux hypothèses de recherches.

2.6 Hypothèses de recherche

Des études antérieures sur le sujet ont pu observer une augmentation significative du niveau de divulgation suite à une crise (Deegan et al., 2000). La loi Dodd-Frank fut promulguée en réponse à la crise financière de 2008 et les agences de notation sont reconnues en partie responsables d'une telle crise, nous pouvons nous attendre à ce qu'elles déploient des stratégies de légitimation pour regagner la légitimité de la société. En effet, selon la théorie de la légitimité, nous devrions nous attendre à ce que le passage de la loi Dodd-Frank ait un impact significatif sur le niveau de divulgation de l'agence Moody's, puisque, comme souligné, la légitimité justifie la raison d'être d'une organisation et sa survie (Patten, 1992 ; Deegan et al, 2002). Des études antérieures sur le sujet ont pu observer une augmentation significative de niveau de divulgation suite à une crise (Deegan et al, 2000). Moody's aura tout intérêt à vouloir redorer leur image et tentera de divulguer plus d'informations pour se

conformer à la loi et légitimer ses actions. Nos hypothèses nulle et alternative seront donc :

H0 : L'adoption de la loi n'aura pas d'impact significatif sur le niveau de divulgation de l'agence de notation Moody's.

H1 : L'adoption de la loi aura un impact significatif sur le niveau de divulgation de l'agence de notation Moody's.

Si l'hypothèse nulle est rejetée, cela voudra dire que l'adoption de la loi Dodd-Frank aura eu un impact significatif sur le niveau de divulgation de l'agence de notation Moody's.

CHAPITRE III

MÉTHODOLOGIE

Le présent chapitre sera consacré à la méthodologie d'analyse. Nous y présenterons notre approche méthodologique, les sources de données utilisées aux fins de notre analyse ainsi que les variables d'intérêt.

3.1 Description de la méthode de recherche choisie et du cas analysé

Comme mentionné dans les chapitres précédents, la loi Dodd-Frank a été promulguée en 2010. Dû à son caractère récent, aucune étude, à notre connaissance, n'a encore essayé d'évaluer son impact sur le niveau de divulgation de l'agence de notation Moody's. Ce travail, de type exploratoire, utilisera l'étude de cas comme approche méthodologique. Cette méthode, malgré ses limites sur le plan de la représentativité, s'est vue reconnaître sa valeur lorsqu'il est question de recherche exploratoire (Simon, 2010, Stoecker, 1991).

3.1.1 L'étude de cas

Stoecker (1991) définit l'étude de cas comme une approche méthodologique consistant à analyser une personne, une communauté, une organisation ou une société individuelle. C'est l'une des approches de recherche les plus anciennes (Simon, 2010), visant à étudier un cas particulier pour comprendre un de ses phénomènes. Notre travail porte sur l'étude de l'agence de notation Moody's. Le choix de nous

limiter à une seule agence est imposé par le manque de données sur les autres agences, mais présente plusieurs avantages, notamment celui de nous permettre de récolter un grand nombre d'informations et d'observations sur l'agence et son contexte (Simon, 2010). Elle offre aussi la possibilité de procéder à une analyse plus détaillée autrement irréalisable sur un grand échantillon. Notre choix de n'étudier qu'une seule agence de notation peut finalement se justifier par le caractère récent de la loi Dodd-Frank, ainsi que par le fait qu'une telle démarche s'impose lorsqu'il est question d'explorer des phénomènes nouveaux ou négligés par les méthodes classiques (Bradshaw et Wallace, 1991).

3.1.2 L'analyse de contenu et échelle de mesure

L'analyse de contenu qualitative consiste à analyser le contenu de données narratives afin d'en irriguer les thèmes importants et les tendances (Fortin, 2010). Plus précisément, Abbott et Monsen (1979) définissent l'analyse de contenu comme une technique de collecte de données qui consiste à codifier les informations qualitatives en catégories afin d'obtenir des échelles quantitatives de différents niveaux de complexité. L'un des buts premiers de la Loi Dodd-Frank était d'augmenter le niveau de transparence au sein de l'industrie des notations de crédit en procurant aux utilisateurs de la notation de crédit, aux investisseurs, et à tous les autres participants et observateurs les données nécessaires à leur analyse. Conséquents avec la théorie de la légitimité, nous pensons que la comparaison du contenu des rapports de l'agence Moody's avant et après l'adoption de la loi Dodd-Frank pourrait indiquer un changement de comportement en matière de quantité de divulgation de l'agence Moody's. Notre analyse portera donc sur le contenu de documents textuels. Ce faisant, nous analyserons minutieusement chacune des sections contenues dans le *Annual Certification of Form NRSRO* pour l'agence Moody's afin de faire ressortir les thèmes saillants. Ces thèmes seront ensuite codés selon les concepts et les catégories.

L'analyse de contenu nous permettra de développer une échelle de mesure afin de quantifier le volume de divulgation de l'agence Moody's avant et après l'adoption de la loi Dodd-Frank. Notre travail se basera sur la méthode d'analyse de Abbott and Monsen's (1979) qui consiste à répertorier les différents thèmes ou mots clés contenus dans les différents documents selon quatre grandes catégories. L'échelle de mesure va comme suit :

- 0= Si l'information n'est pas divulguée.
- 1= Si l'information est décrite de manière générale.
- 2= Si l'information est décrite de manière précise.
- 3= Si l'information est présentée de manière très détaillée.

Nous utiliserons aussi un compteur de mots afin de mesurer la divulgation de Moody's au niveau de certaines variables de divulgation, notamment celles exprimées en textes, tel le code éthique. Lorsque le nombre de mots apparaît plus important d'une période à une autre, cela nous indiquerait que l'agence a fait un effort afin d'être plus transparent à ce niveau. Les nombres de mots sont classés sur une échelle de 0 à 3, avec 0 lorsque le nombre de mots demeure inchangé ou a baissé d'une année à l'autre, la note de 1 pour une légère variation entre 1 et 33%, une note de 2 pour une variation de 33 à 66% et une note de 3 pour une variation supérieure à 66% (Abbott and Monsen's, 1979). Le compteur de mots utilisé aux fins de notre analyse est disponible à l'adresse suivante <http://compteur-de-mots.net>. Afin de rester consistants dans notre analyse et d'éviter toute forme de biais, nous utiliserons le même compteur de mots tout au long de notre recherche, chaque fois qu'un comptage s'avère approprié. Lorsque les informations exigées par la SEC se présentent particulièrement sous forme de questions, nous avons toujours conservé le score de 0 à 3, mais où 0 correspond à une réponse « négative », et 3 à une réponse « positive ».

3.2 Description des sources des données

La section 15^E de la loi Dodd-Frank et la règle 17 g-1 obligent les NRSROs à divulguer publiquement certaines informations concernant leur méthodologie et leurs procédures. La loi Dodd-Frank promulguée en 2010, exige des agences NRSRO la production auprès de la SEC des *Annual Certification of Form NRSRO*. Les données de l'étude proviendront majoritairement, comme indiqué, des formulaires que Moody's produit annuellement auprès à la SEC afin de conserver son agrément NRSRO. L'annexe 1 reproduit une partie du rapport NRSRO présenté par l'agence Moody's en 2014⁵.

En plus des *Annual Certification of Form*, nous utiliserons le « Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2015 » afin d'observer les changements au niveau de la divulgation dans la méthodologie suite à la promulgation de la loi.

3.3 Échantillonnage

Notre échantillonnage à cause de la non-disponibilité de l'information, tel que précisé précédemment, se limite à l'agence de notation Moody's. En effet, l'accès aux *Annual Certification of Form* des années couvertes par l'étude des agences NRSRO s'est avéré difficile, en dehors de l'accès aux rapports. Malgré le fait que de tels rapports soient publics et que les agences soient tenues par la loi de les rendre accessibles et faciles d'accès, seuls les rapports de l'agence Moody's sont disponibles sur plusieurs années. Les autres agences divulguent seulement le rapport le plus récent de l'agence et s'assurent du nonaccès aux rapports précédents. En outre, au contraire de sa grande rivale Standard & Poor's (S&P), Moody's est une agence de notation indépendante et autonome, alors que S&P est une filiale des McGraw Hill.

⁵ Moody's Investors Service, Inc. Annual Certification of Form NRSRO 2014.

Finalement, Moody's assure au-delà de 45% des notations de crédit à travers le monde.

Sachant que l'essentiel des obligations (provisions) de la loi Dodd-Frank pour les agences de notation vise l'amélioration de leur transparence, nous comparerons par conséquent le contenu des *Annual Certification of Form NRSRO* durant deux périodes distinctes : (i) la période d'avant l'adoption de la loi Dodd-Frank, soit dans ce cas-ci l'année 2009 et (ii) la période d'après adoption, plus précisément quatre ans après l'adoption de la loi Dodd-Frank, soit la période 2011- 2014. Comme c'est le cas pour de nombreuses études, nous serons soumis à certaines contraintes, par exemple, la loi Dodd-Frank a été mise en application en 2010, ce qui nous a obligé à considérer le rapport NRSRO de 2009 comme étant représentatif de la période « avant » et les rapports 2011 et 2014 comme étant représentatifs de la période « après » l'adoption de la loi. L'*Annual Certification of Form* de l'année 2009 constitue la première déclaration de Moody's à la SEC et la dernière déclaration de l'agence à la SEC depuis l'instauration du système NRSRO par le *Credit rating agency act of 2006* et avant l'adoption de la loi Dodd-Frank. L'année 2011 quant à elle correspond à la date du premier rapport obligatoire produit à la SEC par les agences depuis la promulgation de la loi Dodd-Frank, alors que l'année 2014 constitue la date du rapport à la SEC le plus à jour. Il faut noter qu'avant 2011 les agences n'étaient pas tenues de produire une telle déclaration, ce qui explique que Moody's n'ait pas produit d'*Annual Certification of Form* pour l'année 2010.

3.4 Description des variables et de la période à l'étude

Les variables d'intérêt incluses dans l'étude découlent des *Annual Certification of Form*⁶ et sont donc le résultat d'exigences légales spécifiques et font l'objet

⁶Application for registration as a nationally recognized statistical rating organization (NRSRO)

d'annexes à ces rapports. Le changement de comportement des agences en matière de transparence pourra par conséquent être déterminé en comparant les *Annual Certification of Form* d'avant et après l'entrée en vigueur de la loi Dodd-Frank.

L'analyse des pratiques de la divulgation de l'agence de notation Moody's sera entreprise à plusieurs niveaux de l'ensemble de l'information que cette dernière est tenue par la loi de communiquer annuellement à la SEC, en tant qu'exigence pour le maintien de son statut de NRSRO. En effet, chaque agence de notation de crédit ayant le statut NRSRO doit soumettre annuellement un rapport contenant un certain nombre d'informations. Dans ses instructions pour la préparation des déclarations annuelles à l'attention des agences déjà inscrites en tant que NRSRO, la SEC précise les informations à fournir⁷ comme résumé au tableau 3.1.

⁷ Security Exchange Commission, SEC (2009), Form NRSRO instructions. At : <https://www.sec.gov/about/forms/formnrsro-2009-instructions.pdf>

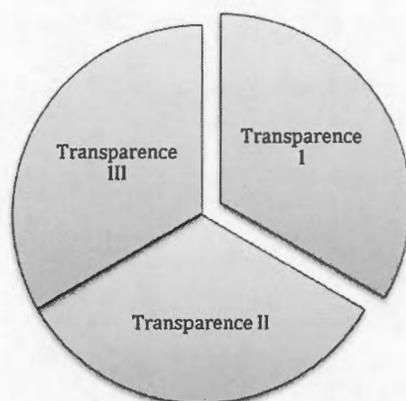
Tableau 3.1 : Liste des annexes à joindre à la déclaration annuelle auprès de la SEC

Annexe No	Intitulé
1	Performance des notations de crédit (Credit ratings performance measurement statistics)
2	Description des procédures et méthodes de déterminations des notes de crédit. (A description of the procedures and methodologies used in determining credit ratings)
3	Politiques de découragement d'utilisation de l'information privée. (Policies or procedures adopted and implemented to prevent the misuse of material, nonpublic information.)
4	Structure organisationnelle. (Organizational structure).
5	Code d'éthique (The code of ethics or a statement of the reasons why a code of ethics is not in effect.)
6	Conflit d'intérêts. (Identification of conflicts of interests relating to the issuance of credit ratings).
7	Gestion du conflit d'intérêts. (Policies and procedures to address and manage conflicts of interest).
8	Encadrement des analystes. (Certain information regarding the credit rating agency's credit analysts and credit analyst supervisors).
9	Encadrement du responsable désigné d'application des lois et règlement. (Certain information regarding the credit rating agency's designated compliance officer).
10	Les plus grands clients de l'agence et le chiffre d'affaire réalisé avec chacun d'eux. (A list of the largest users of credit rating services by the amount of net revenue earned from the user during the fiscal year ending immediately before the date of the initial application)

11	Les états financiers vérifiés. (Audited financial statements for each of the three fiscal or calendar years ending immediately before the date of the initial application.)
12	Le revenu. (Information regarding revenues for the fiscal or calendar year ending immediately before the date of the initial application).
13	Compensation des analystes. (The total and median annual compensation of credit analysts)

Nous avons regroupé les annexes que Moody's joint annuellement à sa déclaration annuelle auprès de la SEC, par dimension de transparence, telle que schématisée dans la figure qui suit :

Figure 3.1 : Dimensions de transparence



Dans la figure 3.1, la dimension de transparence niveau I concerne la divulgation au niveau de la performance et de la méthodologie (TPM) ; elle est couverte par les annexes 1 et 2. De son côté, la dimension de transparence niveau II concerne la divulgation au niveau de la structure organisationnelle et de la protection de l'information privée (TSOPIP) ; elle est couverte par les annexes 3 et 4. Finalement,

la dimension de transparence niveau III touche à la divulgation concernant l'éthique et le conflit d'intérêts (TECI), elle est couverte par les annexes 5, 6, 7, 8 et 9.

Notons que les annexes 11 et 12 qui concernent la divulgation financière sont plutôt du domaine de la loi Sarbanes Oxley et son amélioration/détérioration éventuelle ne peut être attribuée à la loi Dodd-Frank. En effet, la loi Sarbanes Oxley de 2002 encadre plus sévèrement la production des documents comptables et financiers des entreprises cotées en bourse. La SEC n'exige d'ailleurs les états financiers que lors d'une première demande d'enregistrement en tant que NRSRO. Aussi, l'analyse des annexes 10, 11, 12 et 13 nous serait impossible puisque celles-ci ne sont pas rendues publiques. La section 17g-1(i) de l'*Exchange Act* stipule que les agences ne sont pas tenues de rendre ces annexes publiques. Les agences peuvent demander à ce que la commission garde ces annexes confidentielles. Comme le démontre le prochain paragraphe, la SEC précise dans ses instructions aux agences :

« You are not required to make this Exhibit publicly available on your Web site, or through another comparable, readily accessible means pursuant to Exchange Act Rule 17g-1(i). You may request that the Commission keep this Exhibit confidential by making each page 'Confidential Treatment' and complying with Commission rules governing confidential treatment. The Commission will keep the information and documents in the Exhibit confidential upon request to the extent permitted law ». (SEC, 2010)

Nous allons donc orienter notre investigation de l'effet de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de Moody's, vers les changements de comportement observés en matière de divulgation au niveau de la divulgation de la performance et de la méthodologie, au niveau de la structure organisationnelle et de la protection de l'information privée et au niveau de l'éthique et du conflit d'intérêts et qui seraient induits par l'adoption de la loi Dodd-Frank en 2010. La figure 3.2 schématise la période de notre enquête.

Figure 3.2 : période d'étude

2009	2010	2011 et 2014
TPM	DODD-FRANK	TPM
TSOPIP		TSOPIP
TECI		TECI

Comme précisé, l'année 2009 a été choisie parce qu'elle constitue l'année de la dernière déclaration faite par Moody's à la SEC, avant l'adoption de la loi Dodd-Frank en 2010. Les années 2011 et 2014 ont été choisies, la première parce qu'elle constitue la première année de déclaration faite à la SEC par Moody's, tout de suite après l'adoption de la loi Dodd-Frank et l'année 2014 a été choisie parce qu'elle représente l'année la plus récente, pour laquelle Moody's a produit une déclaration annuelle à la SEC.

Nous allons donc comparer la divulgation de Moody's en un point dans le temps, avant 2010, à savoir en 2009, à deux autres points, après 2010, à savoir 2011 et 2014. Afin de déterminer l'impact de la loi Dodd-Frank sur le comportement de divulgation de Moody's, les facteurs de divulgation sont décomposés en sous-facteurs, comme indiqué au tableau 3.2. Cette décomposition en sous-facteurs respecte la forme imposée par la SEC, pour la production du rapport annuel FORM NRSRO.

Tableau 3.2 : Facteurs et sous-facteurs de divulgation chez Moody's

Facteur	Sous-facteur	Intitulé
TPM	TPM1	Performance des notations de crédit
	TPM2	Description des procédures et méthodes de déterminations des notes de crédit.
TSOPIP	TSOPIP1	Politiques de découragement d'utilisation de l'information privée.
	TSOPIP2	Structure organisationnelle.
TECI	TECI1	Conflit d'intérêts et sa gestion
	TECI2	Mesures de découragement du conflit d'intérêts : -TECI21, Encadrement du responsable désigné d'application des lois et règlement. - TECI22, Grands clients de l'agence et leur chiffre d'affaire. - TECI23, Compensation des analystes. - TECI24, Description générale de la qualification minimale requise des superviseurs-analystes financiers, - TECI25, Encadrement du responsable de conformité des lois et règlement désigné -TECI26, Code d'éthique

Les définitions des sous-facteurs et leur contenu informationnel sont ceux spécifiés par la SEC dans son document datant de 2009 et intitulé « Form NRSRO instructions et accessible au <https://www.sec.gov/about/forms/formnrsro-2009-instructions.pdf>. Nous définissons dans ce qui suit les différentes variables employées dans le test de

l'impact de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de Moody's, en tant qu'agence de notation majeure.

3.4.1 Définition des composantes de divulgation de la performance et de la méthodologie (TPM)

Les définitions des composantes de divulgation de la performance et de la méthodologie peuvent être captées au niveau de deux variables, dont le contenu informationnel est encadré légalement par la SEC. Nous avons employé une échelle 0 à 3 en utilisant la méthode d'analyse suggérée par Abbott and Monsen's (1979) . Ces deux variables sont:

- (i) TPM1, la performance des notations de crédit, doit inclure, suivant les exigences de la SEC, la définition des cotes de crédit, des catégories, des encoches, les classements utilisés et l'explication des statistiques de mesure du rendement employées, y compris les entrées, les horizons temporels, et les paramètres de détermination de ces statistiques.

afin de mesurer l'impact de la loi Dodd-Frank sur la divulgation relative à la performance des notations de Moody's. Pour ce faire, nous nous sommes basés sur l'« Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2015 » afin d'observer les changements dans la méthodologie suite au passage de la loi.

- (ii) TPM2, description des procédures et méthodes de déterminations des notes de crédit, à cet égard la SEC souligne la nécessité de la description détaillée des procédures et des méthodologies employées dans la détermination des notations de crédit. La SEC avertit que la description doit être assez détaillée afin de permettre aux utilisateurs une

compréhension adéquate du processus. La SEC exige la couverture des aspects suivants :

1. La description des politiques d'initiation ou non du processus de notation de crédit (SEC, 2009);
2. La description des sources publiques et privées des informations employées dans la détermination des cotes de crédit (SEC, 2009);
3. Les modèles quantitatifs et qualitatifs employés (SEC, 2009);
4. La structure et le processus de vote des comités de crédit (SEC, 2009);
5. Le processus d'informer les émetteurs de la décision de notation et de son appel (SEC, 2009);
6. Les procédures de surveillance, de mise à jour et de révision des notations de crédit (SEC, 2009); et
7. Les procédures de suspension et de retrait de notations (SEC, 2009).

3.4.2 Composantes de divulgation de la structure organisationnelle et de la protection de l'information privée (TSOPIP).

Les définitions des composantes de divulgation de la structure organisationnelle et de la protection de l'information privée (TSOPIP) peuvent aussi être captées au niveau de deux variables, dont le contenu informationnel est aussi encadré légalement par la SEC, à savoir

- (i) TSOPIP1, politiques de découragement d'utilisation de l'information privée, toute agence NRSRO est requise de rendre disponible une copie écrite de ses procédures, constamment mises à jour, conçue dans le but de décourager tout mauvais usage de l'information non publique
- (ii) TSOPIP2, structure organisationnelle. Toute NRSRO est tenue fournir de l'information nécessaire à la compréhension de sa structure

organisationnelle, notamment un organigramme de direction, le cadre précisant le cadre délégué au respect des lois et règlements et un organigramme de participations, décrivant les divisions, les filiales et les autres participations.

Nous mesurerons l'évolution de la divulgation relative à la structure organisationnelle de Moody's à l'aide d'une échelle de mesure 0 à 3, comme indiqué à la figure 3.2. Nous attribuerons la note de 0 si l'information sur la structure organisationnelle reste inchangée d'une année à l'autre, la note de 1 pour une légère variation entre 1 et 33%, une note de 2 pour une variation de 33 à 66% et une note de 3 pour une variation supérieure à 66% (Abbott and Monsen's, 1979). La variation sera calculée à deux moments dans temps à l'aide de nos années de référence soit, une première fois de 2009 à 2011 pour mesurer la variation avant la loi et une seconde fois de 2011 à 2014 pour mesurer l'impact de la loi.

3.4.3 Composantes de divulgation de l'éthique et du conflit d'intérêts (TECI)

Finalement, les définitions des composantes de divulgation de l'éthique et du conflit d'intérêts (TECI) peuvent aussi être captées au niveau de deux variables, dont le contenu informationnel est aussi encadré légalement par la SEC, à savoir

- (i) TECI1, les conflits d'intérêts, et leur gestion, les règlements de la SEC exigent de tout NRSRO l'identification de tout conflit d'intérêt matériel, relié à l'émission des notations de crédit. Ces règlements exigent aussi la disponibilité de politiques et procédures, constamment à jour, de gestion de conflits d'intérêts. La SEC suggère la démarche libératoire suivante, sans autres détails, d'identification des conflits d'intérêts. À cet effet la SEC suggère de répondre aux questions suivantes :

1. L'agence est-elle payée pour la notation par l'émetteur ?
2. L'agence est-elle payée pour d'autres services autres que la notation de crédit, par des émetteurs, souscripteurs ou autres intéressés par la notation?
3. L'agence est-elle payée par d'autres personnes désirant avoir accès à la notation, où ces personnes peuvent avoir un intérêt particulier dans la notation ou pourraient affectées par ?
4. L'agence a-t-elle un autre conflit d'intérêts? Auquel cas, il faut le décrire.
5. L'agence de notation permet-elle à un membre de son personnel d'entreprendre les actions suivantes:
 - a. Posséder directement les titres financiers d'un émetteur ou d'avoir un intérêt quelconque dans les actifs d'un émetteur ou souscripteur impliqué dans la notation de crédit ?
 - b. Avoir une relation d'affaire au-delà d'une relation normale, avec émetteur ou souscripteur impliqué dans la notation de crédit ?
 - c. Un membre du personnel de l'agence est agent de change ou un intermédiaire engagé dans le commerce d'achat de titres financiers ? Auquel cas, il faut identifier une telle personne.

TECI2, Encadrement des analystes, tout NRSRO est tenu de fournir les informations suivantes :

- (i) Les analystes financiers et leur nombre (SEC, 2009);
- (ii) Le superviseur des analystes financiers et leur nombre (SEC, 2009);
- (iii) La description générale de la qualification minimale requise des analystes financiers (SEC, 2009); et
- (iv) la description générale de la qualification minimale requise des superviseurs analystes financiers (SEC, 2009).

En outre, de l'information supplémentaire est exigée des agences NRSRO, le facteur

TECI2 est ainsi subdivisé en plusieurs composantes :

TECI2,1, Encadrement des analystes et encadrement du responsable de conformité des lois et règlement désigné, la SEC exige que le nom du cadre délégué au respect de la loi soit divulgué, aussi bien que son historique d'emploi, son statut (plein temps ou mi-temps) et son niveau d'éducation.

TECI22, Grands clients de l'agence et leur chiffre d'affaire, la SEC exige que soient divulgués les noms des grands clients des agences de notation de même que le volume du chiffre d'affaire réalisé avec chacun d'eux

TECI23, Compensation des analystes, les agences de notation avec le statut NRSRO sont tenues de divulguer les plans de compensation de leurs analystes.

TECI24, Description générale de la qualification minimale requise des superviseurs-analystes financiers, la SEC exige que les agences de notation avec le statut NRSRO divulguent une description générale de la qualification minimale requise des superviseurs-analystes financiers.

TECI25, Encadrement du responsable de conformité des lois et règlement désigné, la SEC exige que les agences de notation avec le statut NRSRO aient un programme d'encadrement du responsable de conformité des lois et règlement désigné.

TECI26, Code d'éthique, la SEC exige que les agences de notation avec le statut NRSRO aient un code d'éthique.

Nous analyserons les changements intervenus au niveau des composantes de TECI1 et TECI2 en mesurant les variations aux trois différentes périodes soit pour les années 2009, 2011 et 2014. La note de 0 sera attribuée lorsque l'élément demeure inchangé

ou a baissé d'une année à l'autre, la note de 1 pour une légère variation entre 1 et 33%, et 2 pour une variation de 33 à 66% et une note de 3 pour une variation supérieure à 66% (Abbott and Monsen's, 1979). Une augmentation nous indiquera que Moody's aurait déployé des efforts afin de rendre le processus plus rigoureux.

3.5 Méthodologie d'analyse

Afin de déterminer l'effet de la loi Dodd-Frank le comportement de divulgation de Moody's, nous avons comparé les informations contenues dans les rapports NRSRO produits par l'agence pour les années 2009, 2011 et 2014, et tel que précisé précédemment, nous les avons classées sur une échelle de 0 à 3, avec 0 indiquant une absence quasi totale d'information et 3 indique une volonté de divulgation totale. Le tableau 3.3 donne un exemple d'une variable divulgation X dont le score sur une échelle de 0 à 3 a été jugé bien moyen en 2009 avec 1, mais qui s'est amélioré avec l'adoption de la loi Dodd-Frank et qui est passé à 2, mais demeuré inchangé jusqu'en 2014. L'impact de la loi est mesuré par l'écart de scores entre le score attribué à l'élément d'information divulgué en 2009 et ceux attribués à ce même élément divulgué en 2011 et en 2014.

Tableau 3.3 : Exemple de mesure de l'impact de loi Dodd-Frank sur une variable de divulgation X, Score 0 à 3.

	2009	2011	2014	$\Delta_{df} = 2009-2011$	$\Delta_{df} = 2009-2014$
Variable divulgation X	1	2	2	1	1

L'impact de la loi Dodd-Frank sera donc mesuré à travers Δ_{df} , colonnes 4 et 5 du tableau 3.3, de la façon suivante :

$$\Delta_{df} = S_i - S_{09} \quad (\text{Équation 1})$$

Où :

Δ_{df} représente la différence de scores d'une variable divulgation, pour une certaine année et l'année 2009

S_{09} représente le score attribué à la variable de divulgation en 2009

S_i représente le score attribué à la variable de divulgation en 2011 ou en 2014.

Un Δ_{df} moyen serait déterminé pour chaque catégorie de variable de divulgation :

$$\Delta_{df} \text{moyen} = 1/n \sum \Delta_{dfi} \quad (\text{Équation 2})$$

Où :

Δ_{dfi} représente l'écart de scores 2009 et 2011 ou 2014 pour une variable de divulgation i .

n est le nombre de sous facteurs de divulgation formant un facteur

Au tableau 3.3, un Δ_{df} à la colonne 4 de 1 indiquerait un accroissement de 33% sur l'échelle 0 à 3.

L'annexe 2 reproduit l'essentiel de nos résultats et constitue la grille d'analyse de l'impact de Dodd-Frank sur le comportement de divulgation de Moody's.

CHAPITRE IV

ANALYSE ET PRÉSENTATION DES RÉSULTATS

Dans cette section, nous présenterons l'analyse détaillée de notre étude sur l'impact de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de l'agence Moody's. La présente étude de cas nous a permis de faire ressortir les thèmes saillants en matière de divulgation, à trois niveaux distincts soit, au niveau de la divulgation de la performance et de la méthodologie, au niveau de la divulgation de la structure organisationnelle et de la protection de l'information privée et finalement au niveau de la divulgation de l'éthique et de la gestion de conflits d'intérêts. Les résultats de notre analyse seront détaillés dans les sections qui suivent.

La grille d'analyse présentée à l'annexe 2, construite sur la base de l'analyse des *Annual Certification of Form* (Annexe 1) produite par Moody's à la SEC pour les exercices 2009, 2011 et 2014, permet de mesurer l'impact de la loi Dodd-Frank sur le comportement de Moody's, notamment en matière : (i) de définition des composantes de divulgation de la performance et de la méthodologie (TPM), (ii) de divulgation de la structure organisationnelle et de la protection de l'information privée (TSOPIP) et (iii) de divulgation de l'éthique et du conflit d'intérêts (TECI).

4.1 Impact de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de Moody's en matière de définition des composantes de transparence de performance et de la méthodologie (TPM).

L'effet de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur la divulgation de la performance et de la méthodologie, saisi à deux niveaux, au niveau de la performance des notations de crédit (TPM1) et à celui de la description des procédures et méthodes de déterminations des notes de crédit, (TPM2). Le tableau 4.1 résume cet impact moyen.

Tableau 4.1 : Impact de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de Moody's en matière de définition des composantes de divulgation de la performance et de la méthodologie (TPM), score 0 à 3.

TPM	Intitulé	$\Delta_{df} = 2009-2011$	$\Delta_{df} = 2009-2014$
TPM1	Performance des notations de crédit	0,3	0,3
TPM2	Description des procédures et méthodes de déterminations des notes de crédit.	0,26	0,43
	Impact moyen, Δ_{df} moyen	0,28	0,36

Il s'avère que l'adoption de la loi Dodd-Frank a eu un impact plutôt faible de 0,28 et 0,36 pour les périodes 2009-2011 et 2009-2014 respectivement, sur une échelle de 0 à 3, sur la quantité de divulgation de Moody's en matière de définition des composantes de divulgation de la performance et de la méthodologie (TPM). L'impact sur la divulgation de la performance des notations de crédit (TPM1) a été encore plus faible avec 0,3. On constate aussi un effet modéré de 0,26 et 0,43 sur la quantité de divulgation concernant la description des procédures et méthodes de déterminations des notes de crédit (TPM2). À en juger par les changements apparus dans le rapport NRSRO durant la période de l'étude, la faible amélioration constatée au niveau de TPM1 a eu lieu tout de suite après l'adoption de la loi, alors que celle

constatée au niveau de TPM2 de uniquement 0,26 pour la période 2009-2011, s'est continuée durant la période suivante, pour atteindre 0,43 sur l'échelle 0 à 3. À cette date, l'analyse du rapport NRSRO indique une amélioration de presque 40%.

Tel qu'indiqué au tableau 4.2, TPM2 est cependant composé de plusieurs éléments tel que la description des politiques d'initiation ou non du processus de notation de crédit, TPM2.1 ou les procédures de suspension et de retrait de notations, TPM2.7. Le tableau 4.2 reproduit les résultats de notre analyse touchants à ces éléments.

Tableau 4.2 : Analyse des composantes de la description des procédures et méthodes de déterminations des notes de crédit, TPM2

TPM2	Δ_{df} = 2009- 2011	Δ_{df} = 2009- 2014
TPM2.1 : La description des politiques d'initiation ou non du processus de notation de crédit	0	0
TPM2.2 : La description de la méthodologie employée	0	1,2
TPM2.3 : Les modèles quantitatifs et qualitatifs employés;	0	0,6
TPM2.4 : La structure et le processus de vote des comités de crédit;	0,6	0,6
TPM2.5 : Le processus d'informer les émetteurs de la décision de notation et de son appel;	0	0
TPM2.6 : Les procédures de surveillance, de mise à jour et de révision des notations de crédit	0,6	0,6
TPM2.7 : Les procédures de suspension et de retrait de notations;	0,6	0,6
	0,26	0,43

La lecture du tableau 4.2 indiquerait que certains éléments descriptifs n'avaient subi aucun effet à cause de l'adoption de la loi Dodd-Frank, c'est le cas de TPM2.1 : description des politiques d'initiation ou non du processus de notation de crédit et de TPM2.5 : processus d'informer les émetteurs de la décision de notation et de son appel. D'autres composantes descriptives n'avaient subi d'effet que plus tard après l'adoption de la loi, c'est le cas de TPM2.2 : description de la méthodologie

employée, TPM2.3 : modèles quantitatifs et qualitatifs employés, TPM2.5 : processus d'informer les émetteurs de la décision de notation et de son appel, TPM2.6 : Le processus d'informer les émetteurs de la décision de notation et de son appel. Trois composantes avaient été affectées modérément dès l'adoption de la loi, à savoir TPM2.4 : structure et le processus de vote des comités de crédit, TPM2.6 : procédures de surveillance, de mise à jour et de révision des notations de crédit et TPM2.7 : procédures de suspension et de retrait de notations. Un seul élément a été affecté significativement plus tard, TPM2.2 : description de la méthodologie employée avec 1,2.

La lecture des « Form NRSRO » que l'agence avait déposé annuellement auprès de la SEC pour les années 2009, 2011 et 2014 confirme que Moody's se conforme à la loi dans le sens où elle respecte les exigences soit :

- Fournir les statistiques de mesure du rendement de même que le taux de défaut pour chacune des classes
- Le taux de défaut pour chacune des classes pour 1 an, 3 ans et 10 ans
- Les informations sont constamment mises à jour annuellement
- Rendre la certification annuelle publique et accessible sur le site web de l'agence

Moody's utilise une manière qui lui est propre de démonstration de la qualité de ses notations, mais contrairement aux nombreuses études produites par Moody's, les conclusions des analyses indépendantes semblent être mitigées sur le sujet. L'argument de fiabilité constamment invoqué par Moody's réside dans le fait que ses évaluations de qualité de crédit avaient historiquement démontré leur efficacité en tant que prédicteur de défaut (Moody's, 2010)⁸. Moody's utilise comme preuve à un

⁸ Moody's (2010), Corporate default and recovery rate, 1920-2010.

tel argument, le « Cumulative Accuracy Plot », ou son pendant l'«Accuracy ratio ». Le *Cumulative Accuracy Plot* consiste à comparer graphiquement la courbe des notations de Moody's à une droite de 45°.

Lorsqu'un système de notation n'a aucune capacité prédictive du risque de défaut, il chevaucherait la droite à 45°. Dans le cas contraire, c'est-à-dire en cas d'existence de pouvoir prédictif, la courbe des notations de Moody's s'éloignerait de la droite à 45°, en direction du coin nord-est du graphique et plus l'éloignement est prononcé, plus l'approche Moody's est considérée fiable dans la détermination des défauts. L'*Accuracy ratio* compare de son côté, la surface située entre la courbe des notations de crédit déterminées par Moody's et la droite à 45°(la surface maximale possible au-dessus de la droite à 45), divisée par le taux de survie, c'est-à-dire 1 moins taux de défaut.

D'après Moody's sur un horizon d'une année, l'analyse des notations historique sur la base du *Cumulative Accuracy Plot* démontre une corrélation positive avec le cycle de crédit, lorsque les défauts s'accroissent, l'*accuracy ratio* baisse. Les résultats sont cependant moins probants, sur un horizon plus lointain, de cinq ans par exemple.

Comme on peut le voir, la loi Dodd-Frank ne semble pas avoir eu d'impact sur la méthodologie comme telle, puisque malgré les critiques le modèle utilisé par Moody's demeure inchangé. Le volet méthodologique constitue cependant l'un des éléments les plus dénoncés. En effet, plusieurs auteurs ont souligné l'important degré de subjectivité entourant la méthodologie utilisée dans la détermination des notations. Cependant, beaucoup ont critiqué ce genre de méthode Iyengar (2010), Hunt (2008), Kish et al, (1999) et Cantor et Parker (1996) et s'entendent pour dire que le modèle comporte de nombreuses failles et qu'il reste incomplet. L'auteur Iyengar (2010) a conclu, après avoir comparé les cotes de crédit de Moody's et S&P de 1995 et 2007, que non seulement il y avait eu une augmentation significative des différences entre

les cotes de crédit des deux agences, mais que cette différence était surtout attribuable au facteur subjectif qui entre en jeu dans la détermination des notations.

4.2. Impact de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur la divulgation des composantes de la structure organisationnelle et de la protection de l'information privée (TSOPIP)

Le tableau 4.3 souligne l'impact qu'a eu l'adoption de la loi Dodd-Frank sur l'amélioration la divulgation des composantes de la structure organisationnelle et de la protection de l'information privée (TSOPIP). Cet impact provient de l'effet sur la divulgation en matière de politiques de découragement d'utilisation de l'information privée (TSOPIP1), ainsi que de la bonne disposition de la structure organisationnelle au découragement d'utilisation de l'information privée (TSOPIP2).

Tableau 4.3. Impact de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de Moody's au niveau de la structure organisationnelle et de la protection de l'information privée, TSOPIP, score 0 à 3.

TSOPIP	Intitulé	$\Delta_{df} = 2009-2011$	$\Delta_{df} = 2009-2014$
TSOPIP1	Politiques de découragement d'utilisation de l'information privée.	0,6	1,8
TSOPIP2	Structure organisationnelle.	0,6	1,5
	Impact moyen, $\Delta_{dfmoyen}$	0,6	1,1

À en juger par les résultats contenus dans le tableau 4.3, l'impact de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur l'amélioration de la divulgation des composantes de la structure organisationnelle et de la protection de l'information privée chez Moody's, TSOPIP, s'est avérée en moyenne bien significative avec 0,6 à la suite de son adoption et 1,1 sur toute la période 2009-2014. L'impact de la loi sur la divulgation des politiques de découragement d'utilisation de l'information privée, TSOPIP1 s'est

avérée plus important avec 1,8, que celle de la capacité de la structure organisationnelle à décourager une telle utilisation à des fins individuelles, TSOPIP2, avec 1,5. C'est bien là une réelle amélioration même si la SEC mentionne toujours à cette même période que les agences n'ont pas respecté toutes les politiques et procédures concernant l'accès et la protection de la confidentialité de l'information privée⁹. Il faut tout de même mentionner qu'en ce qui a trait à l'information sur l'organigramme de participations et sur la structure de la direction, plusieurs améliorations sont à signaler. Notamment, en ce qui concerne l'information sur les membres du conseil.

4.3 Impact de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation au niveau de l'éthique et du conflit d'intérêts (TECI).

L'effet qu'a eu la promulgation de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de transparence, de l'éthique et de la gestion du conflit d'intérêts chez Moody's, TECI peut être senti à deux niveaux, au niveau du conflit d'intérêts et sa gestion chez Moody's, TECI1 et à celui des mesures de découragement du conflit d'intérêts, TECI2. Le tableau 4.4 décrit l'évolution du comportement de Moody's en matière de gestion des conflits d'intérêts et des mesures de son découragement,

Tableau 4.4 : Impact de la promulgation de la loi Dodd-Frank sur le niveau de divulgation de Moody's au niveau de l'éthique et du conflit d'intérêts (TECI), score 0 à 3.

TECI	Intitulé	$\Delta_{df} = 2009-2011$	$\Delta_{df} = 2009-2014$
TECI1	Conflit d'intérêts et sa gestion	0	0
	Impact moyen, Δ_{df} moyen	0	0

⁹Summary Report of Commission Staff's Examination of Each Nationally Recognized Statistical Rating Examination de 2014.

La lecture du tableau 4.4 semble indiquer qu'avec des Δ_{df} nuls durant les périodes 2000-2011 et 2009-2014, aucune amélioration ne serait donc à signaler au niveau du conflit d'intérêts et de sa gestion chez Moody's.

La situation semble un peu plus positive au niveau des mesures prises par Moody's dans le but de décourager les conflits d'intérêts, TECI2. TECI2 se compose, cependant des éléments suivants : (i) l'encadrement du responsable désigné d'application des lois et règlement, TECI21, (ii) les grands clients de l'agence et leur chiffre d'affaire, TECI21, (iii) la Compensation des analystes, TECI23, (iv) la description générale de la qualification minimale requise des superviseurs-analystes financiers, TECI24, (v) l'encadrement du responsable de conformité des lois et règlement désigné, TECI25 et (vi) le code d'éthique, TECI26. Le tableau 4.5 donne un aperçu de l'effet de l'adoption de la loi Dodd-Frank sur les composantes de TECI2.

Tableau 4.5 : Effet de l'adoption de la loi Dodd-Frank sur les mesures de découragement du conflit d'intérêts, TECI2, score 0 à 3.

TECI2	Intitulé	$\Delta_{df} = 2009-2011$	$\Delta_{df} = 2009-2014$
-TECI21	Encadrement du responsable désigné d'application des lois et règlement.	0	0
-TECI22	Grands clients de l'agence et leur chiffre d'affaire.	0	0
-TECI23	Compensation des analystes.	0,6	0,6
-TECI24	La description générale de la qualification minimale requise des superviseurs-analystes financiers	0,6	0,6
-TECI25	Encadrement du responsable de conformité des lois et règlement désigné	0,6	0,6
-TECI26	Code d'éthique	0	0
	Impact moyen, Δ_{df} moyen	0,03	0,03

Le tableau 4.5 indique que l'adoption de la loi Dodd-Frank n'a eu qu'un effet immédiat nul ou au mieux très faible, tout de suite à l'adoption de la loi et qui ne s'est pas amélioré depuis. L'adoption de la loi ne semble pas avoir d'effet sur l'encadrement du responsable désigné d'application des lois et règlement, la divulgation des grands clients de l'agence et leur chiffre d'affaire ou l'amélioration des codes d'éthique. L'impact de loi est, par contre perceptible et de 0,6 sur une échelle de 0 à 3, au niveau de la divulgation de la compensation des analystes, de la description générale de la qualification minimale requise des superviseurs-analystes financiers et de l'encadrement du responsable de conformité des lois et règlement désigné.

De toute évidence, l'adoption de Dodd-Frank ne semble pas avoir eu le résultat escompté et ne semble pas avoir poussé Moody's à changer sa vision d'affaire, les résultats semblent indiquer, en effet, un impact modéré de la loi Dodd-Frank sur les politiques de transparence en matière d'éthique et surtout de gestion de conflits d'intérêts. Les résultats précédents peuvent s'expliquer par le fait que Moody's, tout comme la plupart des grandes agences de notation opèrent sous le régime d'affaire de l'émetteur-payeur, censé jouer un rôle clef dans le développement des conflits d'intérêts. L'autre modèle d'affaire est celui dit de l'utilisateur-payeur et qui consiste à faire payer l'investisseur un droit de souscription afin d'accéder à la notation d'un émetteur. Un tel modèle est loin d'être exempt de conflit d'intérêts non plus. L'absence de meilleures alternatives peut probablement expliquer cette situation et la loi Dodd-Frank n'en suggère pas. On peut même se demander comment pourrait-il en être autrement lorsqu'on sait que la SEC se montre assez conciliante concernant la divulgation de certaines informations et concède facilement à ces informations le caractère secret. La SEC souligne à cet effet, que:

« An NRSRO may request that the Commission keep an Exhibit confidential. [...] The Commission will keep the information and documents in the Exhibit confidential upon request to the extent permitted by law ». (SEC, 2010)

Bien sûr Moody's est tenue de divulguer ses plus grands clients et leur chiffre d'affaires, la liste de classement de grands utilisateurs, sur la base du revenu encaissé, la compensation des analystes et superviseurs. Ces éléments de divulgation ne pourront cependant pas faire l'objet d'analyse dans cette étude, car ces informations, bien que divulguées à la SEC, sont gardées privées.

On remarquera en effet que certaines variables de divulgation contenues dans notre grille peuvent manquer à l'appel et ne portent pas de score, à cause principalement de leur non-production dans les rapports étudiés. Quoi qu'il en soit, la lecture du tableau 4.5 semble indiquer que la loi Dodd-Frank n'avait apporté qu'une réponse partielle aux problèmes liés aux conflits d'intérêts dans le domaine des notations de crédit (Darbellay et Partnoy, 2012), et cela malgré le fait que Dodd-Frank prévoit un contrôle plus strict des conflits d'intérêts¹⁰. Moody's avait tout de même identifié certains conflits d'intérêts dans son rapport NRSRO 2011 :

- (i) La Comapgnie Moody's est payée par les émetteurs, les débiteurs ou les investisseurs pour déterminer les cotes de crédit des émetteurs, débiteurs ou investisseurs.
- (ii) Elle est payée pour d'autres services en plus de déterminer les cotes de crédit des émetteurs, souscripteurs ou débiteurs.

¹⁰ Les agences doivent s'assurer de l'indépendance de l'agent de crédit dans l'attribution des notations. De plus les notations devront être révisées si nécessaire. Finalement, la SEC est habilitée à passer en revue les code de d'éthique des agence et leur règlements sur les conflits d'intérêts (Darbellay et Partnoy, 2012).

- (iii) Elle permet aux personnes à ses employés de détenir des titres ou des instruments financiers ou toute autre participation directe dans, les débiteurs ou les émetteurs clients sous réserve qu'ils ne participent pas et n'influence pas la cote de crédit du demandeur.
- (iv) Elle permet à ses employés d'avoir des relations qui dépassent le cadre professionnel avec les débiteurs ou les émetteurs assujettis à une cote de crédit déterminée par Moody's tant qu'ils ne participent pas et n'influence pas la cote de crédit.
- (v) Les membres du conseil d'administration de Moody's Corporation peuvent être affiliés à des débiteurs ou des émetteurs assujettis à une cote de crédit déterminée par MIS.
- (vi) Moody's peut délivrer une cote de crédit pour une personne qui détient des parts importantes (5% et plus) dans Moody's Corporation.
- (vii) Moody's a une filiale, Moody's Analytics, qui n'est pas engagée dans des activités de notation. Les clients de Moody's Analytics peuvent être client de MIS.

En 2014, les types de conflits d'intérêts identifiés avaient très peu changé suite au passage de Dodd-Frank. On note même l'ajout d'un conflit supplémentaire, à savoir que Moody's a également des relations commerciales avec de nombreuses sociétés auxquelles elle achète des biens ou des services et qui peuvent être ses clients. Les conflits semblent plus courants qu'on se l'imagine. Tout récemment, par exemple, le ministère de la justice annonçait qu'il est arrivé à un accord de règlement avec le compétiteur de Moody's, S&P, afin de résoudre un différend sur la notation des titres de finance structurée. L'une des allégations est que S&P avait procédé à une falsification de documents (SEC, 2015 Report). À cela il faut ajouter que les scores individuels des variables de divulgation indiquent qu'il est aussi parfois impossible de suivre tout le processus de notation, plus spécifiquement, en ce qui concerne les procédures et politiques de vote des comités de crédit et d'information des émetteurs.

En 2014, la SEC avait cru nécessaire de rappeler aux grandes agences qu'elles devraient appliquer adéquatement leurs politiques, procédures et méthodologies¹¹.

Pour conclure, nous pouvons affirmer que nous sommes loin des espoirs de la SEC qui voudrait voir (SEC, 2015 Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, SEC) :

- (i) Les agences standardiser les statistiques de leur performance ;
- (ii) Consolidser et accroître l'historique des notations ;
- (iii) Plus d'information concernant les changements significatifs dans les procédures et les méthodologies utilisées dans la détermination des notations ;
- (iv) Des définitions claires des symboles alphabétiques ou numériques utilisés.

Il faut noter que la SEC a procédé en 2014 à l'amendement de ses règles existantes. Les règles ainsi amendées sont qualifiées collectivement de "New NRSRO Rules". Ces nouvelles règles concernent la qualité de l'ensemble des domaines de la divulgation et de la transparence. Elles visent notamment (SEC, 2015 Report) :

- (i) L'améliorer et la normalisation de la divulgation des statistiques de performance des notations de crédit (SEC, 2015);
- (ii) La consolidation et l'élargissement du champ d'application de l'historique des notations de crédit (SEC, 2015) ;
- (iii) L'exigence de certaines politiques et procédures en ce qui concerne les procédures et les méthodes utilisées pour déterminer des notations (SEC, 2015) ;

¹¹Summary Report of Commission Staff's Examination of Each Nationally Recognized Statistical Rating Examination de 2014.

- (iv) La précision des mesures prises lorsqu'un conflit d'intérêts est découvert en matière d'emploi post-NRSRO et qui aurait pu influencer une notation de crédit (SEC, 2015) ;
- (v) L'exigence de la mise en place par NRSRO de normes de formation, d'expérience et de compétence pour les analystes (SEC, 2015);
- (vi) L'exigence de politiques et de procédures, conçut pour assurer l'application cohérente symboles et définitions des notations (SEC, 2015);
- (vii) La production annuelle de rapports sur les structures et la qualité du contrôle interne (SEC, 2015).

Les effets négatifs que certains de ces amendements peuvent avoir sur la concurrence sur le marché de crédit, sont cependant redoutés par les petites agences, surtout ceux qui pourraient accroître le risque de voir la barre placée plus haute pour tout nouvel arrivant.

Le prochain chapitre sera dédié à la conclusion et aux limites de notre étude.

CONCLUSION ET LIMITES

Les agences de notations qui avaient joué un rôle majeur dans l'écllosion de la crise financière de 2008 avaient aussi provoqué l'avènement de la loi Dodd-Frank. En effet, la loi Dodd-Frank a été conçue afin de renforcer la transparence des agences de notation, à travers une divulgation de qualité, ouverte à l'examen public.

Des études antérieures sur le sujet ont su observer une augmentation significative de niveau de divulgation dans le cas de crises majeures (Deegan et al, 2000). C'est ainsi qu'il est attendu que les agences auront recours à différentes stratégies de divulgation afin de regagner la légitimité perdue. En effet, la théorie de la légitimité préconise que lorsqu'une ressource est jugée essentielle à la survie, ses gestionnaires s'engagent dans des stratégies de légitimation pour assurer leur continuité (Deegan, 2002). On s'attend donc à ce que la loi Dodd-Frank ait un impact significatif sur le niveau de divulgation des agences de notation de crédit. Notre recherche démontre un effet mitigé.

L'adoption de la loi Dodd-Frank semble avoir poussé Moody's à améliorer très modérément ses politiques de divulgation au niveau de sa définition des composantes de divulgation de la performance de ses notations et de la méthodologie, (TPM), avec des Δ_{moyen} de 0,28 et 0,36 pour les périodes 2009-2011 et 2009-2014, respectivement. Elle a poussé Moody's à significativement améliorer ses pratiques de divulgation au niveau de la structure organisationnelle et de la protection de l'information privée (TSOPIP), avec des Δ_{moyen} de 06 et 011 pour les périodes 2009-2011 et 2009-2014, respectivement. Les pratiques de Moody's en matière de divulgation au niveau de l'éthique et du conflit d'intérêts (TECI) semblent néanmoins

peu ou pas affectées par la loi, avec des Δ_{diff} moyen de 0,03 et 0,03 pour les périodes 2009-2011 et 2009-2014, respectivement . Il faut tout de même se rappeler que Moody's peut valablement être considérée comme étant l'agence la plus transparente, parmi les trois principales et qu'il se peut que Moody's ait pu s'ajuster aux provisions de la loi avant même sa promulgation en 2010.

Il est noté que l'efficacité de la divulgation substantielle relative à une réglementation dépendra de la congruence entre les objectifs de l'entreprise et ceux du législateur (Fung et al., 2006, 2007). Ainsi, pour obtenir une divulgation maximale de la part de l'agence, les objectifs de Moody's devront être alignés avec les objectifs de la SEC. À cet effet, FASTERLING (2012) est d'avis que s'il n'y a pas de dialogue entre les parties, il existe un risque que l'obligation de divulgation par le biais d'une loi prenne l'apparence d'une transparence illusoire. C'est à dire, que l'entreprise sera portée à divulguer des informations pour ce conformer à la loi et non dans une optique d'amélioration de la transparence.

Il faut reconnaître que même si la loi Dodd-Frank ne semble pas avoir pleinement joué son rôle escompté, elle a eu un certain nombre d'effets bénéfiques, c'est ainsi que :

- (i) Elle est venue supprimer la dépendance des régulateurs face à Moody's et aux autres grandes agences de notation de crédit (Darbellay et Partnoy, 2012). Hill (2010) et Partnoy (2009) croient que le problème réside dans le fait que depuis un bon nombre d'années, la dépendance des acteurs des marchés financiers face aux notations s'est ajoutée à la dépendance réglementaire des régulateurs. En supprimant cette dépendance, on vient amoindrir le conflit d'intérêts.
- (ii) Elle a introduit la responsabilité civile des agences de notation en cas de dommages à autrui (Partnoy, 2006). Les agences de notation ont toujours insisté sur le fait qu'elles expriment une opinion. De ce fait, elles se sont

toujours prévalues du premier amendement de la constitution américaine invoquant la liberté d'expression pour se protéger.

Tout comme dans la majorité des recherches scientifiques, notre travail est exposé à certaines limites, dont la plus importante son appui sur un seul cas. Étant donné que de toutes les agences de notation, nous étions limités à l'analyse de Moody's. Il faut noter que même si toutes les NRSRO ont l'obligation de produire annuellement à la SEC un rapport de transparence, seule Moody's présente suffisamment d'informations pour une analyse en profondeur. En outre, certaines informations sont absentes des rapports publics à cause du statut de confidentialité que leur confère la SEC. De plus, puisque nous avons analysé qu'une seule agence, nous étions limités dans notre méthode de recherche et contraints à effectuer une étude de cas. Or, l'étude de cas ne permet pas la généralisation des résultats à l'ensemble d'une population et en ce sens on lui reproche souvent son caractère subjectif (Simon, 2010). Une autre limite importante de notre travail concerne notre outil d'analyse. L'utilisation d'un compteur de mots ne nous permet pas de capturer tout le sens du texte (Chelli et al., 2014).

Malgré ces limites, ce travail demeure annonciateur de l'effet mitigé qu'a pu avoir la loi Dodd-frank sur la qualité de la divulgation et de la transparence des agences de notation. Il peut s'avérer utile à toute initiative éventuelle de renforcement de comportement par voie légale.

Annexe 1 : Moody's Annual Certification of Form NRSRO 2011

Moody's Investors Service, Inc.

Annual Certification of Form NRSRO 2011

Included with Form NRSRO submitted
to the Securities and Exchange
Commission on March 30, 2012

**APPLICATION FOR REGISTRATION AS A
NATIONALLY RECOGNIZED
STATISTICAL RATING ORGANIZATION (NRSRO)**

- INITIAL APPLICATION ANNUAL CERTIFICATION
- APPLICATION TO ADD CLASS OF CREDIT RATINGS UPDATE OF REGISTRATION
Items and/or Exhibits Amended:
- APPLICATION SUPPLEMENT _____
- Items and/or Exhibits Supplemented: _____
- WITHDRAWAL FROM REGISTRATION

Important: Refer to Form NRSRO Instructions for General Instructions, Item-by-Item Instructions, an Explanation of Terms, and the Disclosure Reporting Page (NRSRO). "You" and "your" mean the person furnishing this Form NRSRO to the Commission. "Applicant" and "NRSRO" mean the person furnishing this Form NRSRO to the Commission and any credit rating affiliate identified in Item 3.

1. A. Your full name:

Moody's Investors Service, Inc.

B. (i) Name under which your credit rating business is primarily conducted, if different from Item 1A:

N/A

(ii) Any other name under which your credit rating business is conducted and where it is used (other than the name of a credit rating affiliate identified in Item 3):

N/A

C. Address of your principal office (do not use a P.O. Box):

<u>250 Greenwich Street</u>	<u>New York</u>	<u>New York</u>	<u>10007</u>
<small>(Number and Street)</small>	<small>(City)</small>	<small>(State/Country)</small>	<small>(Zip/Postal Code)</small>

D. Mailing address, if different:

N/A

<small>(Number and Street)</small>	<small>(City)</small>	<small>(State/Country)</small>	<small>(Zip/Postal Code)</small>
------------------------------------	-----------------------	--------------------------------	----------------------------------

E. Contact person (See Instructions):

James Bodovitz, MIS Designated Compliance Officer

(Number and Street)

<u>250 Greenwich Street</u>	<u>New York</u>	<u>New York</u>	<u>10007</u>
<small>(Number and Street)</small>	<small>(City)</small>	<small>(State/Country)</small>	<small>(Zip/Postal Code)</small>

CERTIFICATION:

The undersigned has executed this Form NRSRO on behalf of, and on the authority of, the Applicant/NRSRO. The undersigned, on behalf of the Applicant/NRSRO, represents that the information and statements contained in this Form, including Exhibits and attachments, all of which are part of this Form, are accurate in all significant respects. If this is an ANNUAL CERTIFICATION, the undersigned, on behalf of the NRSRO, represents that the NRSRO's application on Form NRSRO, as amended, is accurate in all significant respects.

March 30, 2012

(Date)

Moody's Investors Service, Inc.

(Name of the Applicant/NRSRO)

By: _____

(Signature)

Michel Madelain, President and Chief Operating Officer

(Print Name and Title)

2. A. Your legal status:

Corporation Limited Liability Company Partnership Other (specify) _____

B. Month and day of your fiscal year end: December 31st

C. Place and date of your formation (i.e., state or country where you were incorporated, where your partnership agreement was filed, or where you otherwise were formed):

State/Country of formation: Delaware, USA Date of formation: May 10, 1968

3. Your credit rating affiliates (See Instructions):

Item 3 is attached and made a part of this Form NRSRO

(Name)	(Address)
_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____
_____	_____

4. The designated compliance officer of the Applicant/NRSRO (See Instructions):

James Bodovitz, MIS Designated Compliance Officer

(Name and Title)
250 Greenwich Street, New York, New York 10007
 (Number and Street) (City) (State/Country) (Postal Code)

5. Describe in detail how this Form NRSRO and Exhibits 1 through 9 to this Form NRSRO will be made publicly available on Web site of the Applicant/NRSRO, or through another comparable, readily accessible means (See Instructions):

Form NRSRO and its exhibits will be publicly available, free of charge, on the Regulatory Affairs page of our website, www.moodys.com

6. COMPLETE ITEM 6 ONLY IF THIS IS AN INITIAL APPLICATION, APPLICATION SUPPLEMENT, OR APPLICATION TO ADD A CLASS OF CREDIT RATINGS.

A. Indicate below the classes of credit ratings for which the Applicant/NRSRO is applying to be registered. For each class, indicate the approximate number of credit ratings the Applicant/NRSRO presently has outstanding in that class as of the date of this application and the approximate date the Applicant/NRSRO began issuing credit ratings as a "credit rating agency" in that class on a continuous basis through the present (See Instructions):

Class of credit ratings	Applying for registration	Approximate number currently outstanding	Approximate date issuance commenced
financial institutions as that term is defined in section 3(a)(46) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78c(a)(46)), brokers as that term is defined in section 3(a)(4) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78c(a)(4)), and dealers as that term is defined in section 3(a)(5) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78c(a)(5))	<input type="checkbox"/>		
insurance companies as that term is defined in section 3(a)(18) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78c(a)(18))	<input type="checkbox"/>		

corporate issuers	<input type="checkbox"/>		
issuers of asset-backed securities as that term is defined in 17 CFR 229.1101(c)	<input type="checkbox"/>		
issuers of government securities as that term is defined in section 3(a)(42) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78c(a)(42)), municipal securities as that term is defined in section 3(a)(29) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78c(a)(29)), and foreign government securities	<input type="checkbox"/>		

B. Briefly describe how the Applicant/NRSRO makes the credit ratings in the classes indicated in Item 6A readily accessible for free or for a reasonable fee (See Instructions):

C. Check the applicable box and attach certifications from qualified institutional buyers, if required (See Instructions):

- The Applicant/NRSRO is attaching _____ certifications from qualified institutional buyers to this application. Each is marked "Certification from Qualified Institutional Buyer."
- The Applicant/NRSRO is exempt from the requirement to submit certifications from qualified institutional buyers pursuant to section 15E(a)(1)(D) of the Exchange Act.

Note: You are not required to make a Certification from a Qualified Institutional Buyer submitted with this Form NRSRO publicly available on your Web site, or through another comparable, readily accessible means pursuant to Exchange Act Rule 17g-1(f). You may request that the Commission keep these certifications confidential by marking each page "Confidential Treatment" and complying with Commission rules governing confidential treatment. The Commission will keep the certifications confidential upon request to the extent permitted by law.

7. DO NOT COMPLETE ITEM 7 IF THIS IS AN INITIAL APPLICATION.

A. Indicate below the classes of credit ratings for which the NRSRO is currently registered. For each class, indicate the approximate number of credit ratings the NRSRO had outstanding in that class as of the most recent calendar year end and the approximate date the NRSRO began issuing credit ratings as a "credit rating agency" in that class on a continuous basis through the present (See Instructions):

Class of credit rating	Currently registered	Approximate number outstanding as of the most recent calendar year end	Approximate date issuance commenced
financial institutions as that term is defined in section 3(a)(46) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78c(a)(46)), brokers as that term is defined in section 3(a)(4) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78c(a)(4)), and dealers as that term is defined in section 3(a)(5) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78c(a)(5))	<input checked="" type="checkbox"/>	56,486	1919
insurance companies as that term is defined in section 3(a)(19) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78c(a)(19))	<input checked="" type="checkbox"/>	3,953	1919
corporate issuers	<input checked="" type="checkbox"/>	30,439	1909

issuance of asset-backed securities as that term is defined in 17 CFR 229.1101(c)	<input checked="" type="checkbox"/>	93,913	1983
issuance of government securities as that term is defined in section 3(a)(42) of the Act (15 U.S.C. 78c(a)(42)), municipal securities as that term is defined in section 3(a)(29) of the Exchange Act (15 U.S.C. 78c(a)(29)), and foreign government securities .	<input checked="" type="checkbox"/>	814,087	1914

B. Briefly describe how the NRSRO makes the credit ratings in the classes indicated in Item 7A readily accessible for free or for a reasonable fee (See Instructions):

All public credit ratings are available, free of charge, on our website, www.moodys.com

<p>8. Answer each question. Provide information that relates to a "Yes" answer on a Disclose Reporting Page (NRSRO) and submit the Disclose Reporting Page with this Form NRSRO (See Instructions). You are not required to make any disclosure reporting pages submitted with this Form publicly available on your Web site, or through another comparable, readily accessible means pursuant to Exchange Act Rule 17g-1(f). You may request that the Commission keep any disclosure reporting pages confidential by marking each page "Confidential Treatment" and complying with Commission rules governing confidential treatment. The Commission will keep the disclosure reporting pages confidential upon request to the extent permitted by law.</p>	<p>Item 8 supplement is attached and made a part of this Form NRSRO</p>
	<p>YES NO</p>
<p>A. Has the Applicant/NRSRO or any person within the Applicant/NRSRO committed or omitted any act, or been subject to an order or finding, enumerated in subparagraphs (A), (D), (E), (G), or (H) of section 15(b)(4) of the Securities Exchange Act of 1934, been convicted of any offense specified in section 15(b)(4)(B) of the Securities Exchange Act of 1934, or been enjoined from any action, conduct, or practice specified in section 15(b)(4)(C) of the Securities Exchange Act of 1934 in the ten years preceding the date of the initial application of the Applicant/NRSRO for registration as an NRSRO or at any time thereafter?</p>	<p><input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/></p>
<p>B. Has the Applicant/NRSRO or any person within the Applicant/NRSRO been convicted of any crime that is punishable by imprisonment for 1 or more years, and that is not described in section 15(b)(4) of the Securities Exchange Act of 1934, or been convicted of a substantially equivalent crime by a foreign court of competent jurisdiction in the ten years preceding the date of the initial application of the Applicant/NRSRO for registration as an NRSRO or at any time thereafter?</p>	<p><input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/></p>
<p>C. Is any person within the Applicant/NRSRO subject to any order of the Commission barring or suspending the right of the person to be associated with an NRSRO?</p>	<p><input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/></p>

9. Exhibits (See Instructions)

<p>Exhibit 1. Credit ratings performance measurement statistics.</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> Exhibit 1 is attached and made a part of this Form NRSRO.</p>
<p>Exhibit 2. A description of the procedures and methodologies used in determining credit ratings.</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> Exhibit 2 is attached and made a part of Form NRSRO.</p>
<p>Exhibit 3. Policies or procedures adopted and implemented to prevent the misuse of material, nonpublic information.</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> Exhibit 3 is attached and made a part of this Form NRSRO.</p>

<p>Exhibit 4. Organizational structure.</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> Exhibit 4 is attached to and made a part of this Form NRSRO.</p>
<p>Exhibit 5. The code of ethics or a statement of the reasons why a code of ethics is not in effect.</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> Exhibit 5 is attached to and made a part of this Form NRSRO.</p>
<p>Exhibit 6. Identification of conflicts of interests relating to the issuance of credit ratings.</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> Exhibit 6 is attached to and made a part of this Form NRSRO.</p>
<p>Exhibit 7. Policies and procedures to address and manage conflicts of interest.</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> Exhibit 7 is attached to and made a part of this Form NRSRO.</p>
<p>Exhibit 8. Certain information regarding the credit rating agency's credit analysts and credit analyst supervisors.</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> Exhibit 8 is attached to and made a part of this Form NRSRO.</p>
<p>Exhibit 9. Certain information regarding the credit rating agency's designated compliance officer.</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> Exhibit 9 is attached to and made a part of this Form NRSRO.</p>
<p>Exhibit 10. A list of the largest users of credit rating services by the amount of net revenue earned from the user during the fiscal year ending immediately before the date of the initial application.</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> Exhibit 10 is attached to and made a part of this Form NRSRO.</p> <p>Note: You are not required to make this Exhibit publicly available on your Web site, or through another comparable, readily accessible means pursuant to Exchange Act Rule 17g-1(i). You may request that the Commission keep this Exhibit confidential by marking each page "Confidential Treatment" and complying with Commission rules governing confidential treatment. The Commission will keep the information and documents in the Exhibit confidential upon request to the extent permitted by law.</p>
<p>Exhibit 11. Audited financial statements for each of the three fiscal or calendar years ending immediately before the date of the initial application.</p> <p><input checked="" type="checkbox"/> Exhibit 11 is attached to and made a part of this Form NRSRO.</p> <p>Note: You are not required to make this Exhibit publicly available on your Web site, or through another comparable, readily accessible means pursuant to Exchange Act Rule 17g-1(i). You may request that the Commission keep this Exhibit confidential by marking each page "Confidential Treatment" and complying with Commission rules governing confidential treatment. The Commission will keep the information and documents in the Exhibit confidential upon request to the extent permitted by law.</p>

Exhibit 12. Information regarding revenues for the fiscal or calendar year ending immediately before the date of the initial application.

Exhibit 12 is attached to and made a part of this Form NRSRO.

Note: You are not required to make this Exhibit publicly available on your Web site, or through another comparable, readily accessible means pursuant to Exchange Act Rule 17g-1(i). You may request that the Commission keep this Exhibit confidential by marking each page "Confidential Treatment" and complying with Commission rules governing confidential treatment. The Commission will keep the information and documents in the Exhibit confidential upon request to the extent permitted by law.

Exhibit 13. The total and median annual compensation of credit analysts.

Exhibit 13 is attached and made a part of this Form NRSRO.

Note: You are not required to make this Exhibit publicly available on your Web site, or through another comparable, readily accessible means pursuant to Exchange Act Rule 17g-1(i). You may request that the Commission keep this Exhibit confidential by marking each page "Confidential Treatment" and complying with Commission rules governing confidential treatment. The Commission will keep the information and documents in the Exhibit confidential upon request to the extent permitted by law.

DISCLOSURE REPORTING PAGE (DRP)

This Disclosure Reporting Page (DRP) is to be used to provide information concerning affirmative responses to Item 8 of Form NRSRO.

Submit a separate DRP for each person that: (a) has committed or omitted any act, or been subject to an order or finding, enumerated in subparagraphs (A), (D), (E), (G), or (H) of section 15(b)(4) of the Securities Exchange Act of 1934, has been convicted of any offense specified in section 15(b)(4)(B) of the Securities Exchange Act of 1934, or has been enjoined from any action, conduct, or practice specified in section 15(b)(4)(C) of the Securities Exchange Act of 1934; (b) has been convicted of any crime that is punishable by imprisonment for 1 or more years, and that is not described in section 15(b)(4) of the Securities Exchange Act of 1934, or has been convicted of a substantially equivalent crime by a foreign court of competent jurisdiction; or (c) is subject to any order of the Commission barring or suspending the right of the person to be associated with an NRSRO.

Name of Applicant/NRSRO

Moody's Investors Service, Inc.

Date

March 30, 2012

Check item being responded to:

Item 8A

Item 8B

Item 8C

Full name of the person for whom this DRP is being submitted:

Moody's Investors Service, Inc.

If this DRP provides information relating to a "Yes" answer to Item 8A, describe the act(s) that was (were) committed or omitted; or the order(s) or finding(s); or the injunction(s) (provide the relevant statute(s) or regulation(s) and provide jurisdiction(s) and date(s):

If this DRP provides information relating to a "Yes" answer to Item 8B, describe the crime(s) and provide jurisdiction(s) and date(s):

See Disclosure Reporting Page Appendix, which is attached and made a part of this Disclosure

If this DRP provides information relating to a "Yes" answer to Item 8C, attach the relevant Commission order(s) and provide the date(s):

Moody's Investors Service

Item 3

Credit Rating Affiliates

Moody's Investors Service Ltd. One Canada Square Canary Wharf London, E14 5FA, United Kingdom	Moody's América Latina Ltda. Avenida Nações Unidas, 12.551 16th Floor, Room 1601 São Paulo, SP 04578-903, Brazil
Moody's Interfax Rating Agency Limited, 7- Fl, Four Winds Plaza, 1-Tverskaya-Yamskaya St. 21 Moscow, 125047, Russia	Moody's Latin America, Calificadora de Riesgo S.A. Cerrito 1186, 11th fl Buenos Aires, C1010AAX, Argentina
Moody's Investors Service Hong Kong Ltd 24/F, One Pacific Place, 88 Queensway, Admiralty, Hong Kong China (Hong Kong S.A.R.)	Moody's Deutschland GmbH An der Welle 5 Frankfurt am Main, 60322, Germany
Moody's de México S.A. de C.V., I.C.V. Ave. Paseo de las Palmas No. 405 - 502 Col. Lomas de Chapultepec México, DF 11000	Moody's Investors Service Pty. Ltd. 1 O'Connell Street Level 10 Sydney, NSW 2000, Australia
Moody's Investors Service España, S.A. Calle Principe de Vergara, 131, 6 Planta Madrid, 28002, Spain	Moody's Italia S.r.l. Corso di Porta Romana 68 Milan, 20122, Italy
Moody's France S.A.S. 96 Boulevard Haussmann 74-80 rue d'Anjou Paris, 75008, France	Moody's Japan K.K. Atago Green Hills Mori Tower 20fl 2-5-1 Atago Tokyo, Minato-ku 105-6220, Japan
Moody's Canada Inc. 70 York Street Suite 1400 Toronto, Ontario M5J 1S9 Canada	Moody's Investors Service Singapore Pte. Ltd. 50 Raffles Place #23-06, Singapore Land Tower Singapore, 048623 Singapore
Moody's Investors Service South Africa (Pty) Ltd The Forum 2 Maude Street 2196 Sandton Johannesburg, South Africa	Moody's Investors Service Cyprus Ltd. Kanika Business Centre 319 28th October Avenue PO Box 53205 Limassol, CY 3301, Cyprus
Moody's Eastern Europe LLC 7th floor, Four Winds Plaza 1-Tverskaya-Yamskaya St. 21 Moscow, 125047, Russia	

Item 8 Supplement

In the United States, MIS's practice is to conduct background checks through a third-party vendor in connection with hiring employees. These checks include a criminal record search as well as verification of prior employment and education. We do not conduct criminal record checks for employees hired outside of the United States in all jurisdictions because in certain non-United States jurisdictions, legal constraints prevent us from doing so. Although in rare circumstances, MIS may hire an individual despite the fact that he/she has been convicted of a crime in the past because MIS believes that the offense is not relevant to the individual's employment, it is not of a serious enough nature to preclude his/her employment, and/or the offense occurred far enough in the past, MIS does not currently maintain records reflecting such circumstances. For these reasons, we cannot say with certainty that no person within MIS has been convicted of a crime or committed an offense enumerated in Section 15(b)(4) of the Securities Exchange Act of 1934 or other offense punishable by imprisonment for one or more years, or of a substantially equivalent crime by a foreign court of competent jurisdiction in the ten years preceding the date of our initial application for NRSRO registration, or at any time thereafter.

Please note, when responding to Item 8 (A)-(C), we have interpreted "any person within the Applicant/NRSRO" to include only persons currently employed by the Applicant.

Moody's Investors Service ("MIS")**Disclosure Reporting Page Appendix**

On April 10, 2001, MIS agreed to a settlement with the Antitrust Division of the U.S. Department of Justice arising from an incident in 1996 involving the destruction of documents. Under the terms of the settlement, MIS pleaded guilty to one count of obstruction of justice in violation of 18 U.S.C. § 1505 and agreed to pay a fine of \$195,000. The settlement and guilty plea arose out of an isolated incident in March 1996 in which an employee destroyed some copies of documents called for under a Civil Investigative Demand served on MIS by the Antitrust Division in connection with a civil investigation into alleged anticompetitive practices in the credit rating industry. The Antitrust Division ultimately closed the civil investigation in 1999 without taking any action against MIS.

Moody's Investors Service "MIS"

Exhibit 1

Credit Ratings Performance Measurement Statistics

This document lists rating transition and default rates through December 31, 2011. Please note that all the numbers in tables below are in percentage.

Average One-Year Rating Transition Rates, by broad ratings 1983-2011

Issuers of Assets Backed Securities

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	78.37	2.19	1.58	1.33	0.99	1.11	1.91	12.52
Aa	4.05	70.65	4.48	3.41	2.42	2.87	5.38	6.75
A	0.95	2.74	68.84	5.41	3.81	3.95	7.49	6.80
Baa	0.29	0.50	2.09	66.29	5.22	5.84	13.68	6.09
Ba	0.13	0.16	0.58	2.27	58.86	6.83	25.57	5.60
B	0.04	0.06	0.13	0.42	1.65	51.66	41.88	4.17
Caa-C	0.01	0.01	0.01	0.05	0.27	0.37	94.59	4.70

Short Term Issuers of Asset Backed Securities

	P-1	P-2	P-3	NP	WR
P-1	71.77	0.50	0.03	0.22	27.47
P-2	14.51	61.14	0.79	0.63	22.92
P-3	0.00	0.00	53.33	16.67	30.00
NP	0.00	0.00	0.00	40.26	59.74

Corporate Issuers

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	86.258	7.927	0.971	0.029	0.081	0.006	0.006	4.722
Aa	0.802	84.354	8.954	0.521	0.067	0.047		5.254
A	0.039	1.478	86.71	6.041	0.528	0.142	0.061	5.001
Baa	0.019	0.057	3.484	85.283	3.969	0.839	0.322	6.028
Ba	0.009	0.045	0.28	5.282	74.388	8.192	1.28	10.524
B	0.006	0.027	0.102	0.302	4.33	73.981	9.189	12.062
Caa-C		0.013	0.019	0.15	0.434	6.631	66.195	26.957

*The performance metrics for U.S. Public Finance are adjusted to account for the recalibration of ratings from the municipal scale to the global scale that occurred in 2010. The recalibration followed Moody's methodology, "Recalibration of Moody's U.S. Municipal Ratings to its Global Rating Scale". The global scale ratings replaced all outstanding municipal scale ratings. The purpose of the recalibration was to enhance the comparability of credit ratings across Moody's rated universe, and the rating changes associated with the recalibration did not reflect changes in credit quality. Therefore the performance metrics were adjusted to isolate the impact of credit-driven rating changes.

Moody's Investors Service ("MIS")

Exhibit 2**Procedures and Methodologies Used to Determine
Credit Ratings****1. Credit Rating Process**

MIS assigns credit ratings through a process that involves robust analysis of the Issuer or obligation to be rated, followed by rating committee deliberation and voting, dissemination of the rating, and monitoring the rating as necessary so that it continues to reflect MIS's opinion of the creditworthiness of the Issuer or obligation. Below we describe the various steps in our rating process. These descriptions reflect the general process for all of MIS's published credit ratings, and some aspects of our detailed processes may vary in different rating groups or jurisdictions. In these descriptions, we use the term "Issuer" to mean any entity – regardless of whether it is a structured product, a corporation, a sovereign country or a municipality – that issues debt, a credit commitment or debt-like securities.

a. Initiation of a Rating Relationship with MIS

A rating relationship generally is initiated when the Issuer requests a rating from MIS. Generally, MIS enters into a rating agreement with the Issuer, whereby the Issuer undertakes to provide MIS with pertinent financial reports and other information. The Issuer also undertakes to pay to MIS the relevant fees.

In addition, as a publisher of opinions about credit, MIS reserves the right to assign ratings on an unsolicited basis. (See discussion of unsolicited ratings below.)

b. Information Used in the Credit Rating Process

The analyst or analysts assigned to a particular Issuer or obligation ("Assigned Analyst") begins the credit analysis by assembling relevant information on the Issuer or obligation. This information may come from public sources or from the Issuer or the Issuer's agent in meetings or other communications with the Assigned Analyst. See further discussion below in the section on Interacting with the management of an Issuer.

This information may be supplemented with information generated by MIS or obtained from the market or other third-party sources, including macroeconomic and sector-specific data. MIS uses various third-party vendors to provide data and other information that is used in the rating process, covering areas such as utility regulation, chemical prices, commercial real estate prices and rents, and forecasts and analysis of a particular country's economic trends. The information used in assigning ratings in any individual sector is discussed in that sector's rating methodology.

We also use third-party vendors to assist with data entry-related activities. In addition, third-party vendors are sometimes used to assist in developing analytical software used in monitoring and analyzing credits. Generally, these vendors enter into service agreements with MIS containing confidentiality provisions and other undertakings to safeguard non-public information that MIS may provide to them in the course of their work.

Before using data provided by an Issuer or its agent in determining key factual elements of that Issuer's rating, MIS generally will investigate and obtain reasonable verification of such data using an independent source, including by comparison to other information that comes from sources that are independent of the Issuer.

MIS adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MIS considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MIS is not an auditor and cannot in every instance obtain independent verification or validation of information received in the rating process.

c. Interacting with the Management of an Issuer

When interacting with Issuers, it is the Assigned Analyst's responsibility to gather analytical information in a thorough and comprehensive way. Analysts are encouraged to have frank discussions with Issuers about their ratings, including credit strengths and weaknesses and trends in their industries. As Assigned Analysts pursue relevant lines of inquiry and explain to the Issuer why the information is relevant and how it is to be used, they also underscore our confidentiality policies (*see* references to policies in Exhibit 3) as necessary.

In most jurisdictions, Issuers historically have been able, but not obliged, to provide to credit rating agencies non-public information, such as strategic and financial plans and projections, legal documents, priority of claims and collateral characteristics. Issuers may choose to discuss topics that are confidential in nature, or to provide documents that are not public but contain important insight into the Issuer's strategic and financial plans and goals. This information is incorporated into the Issuer's rating as applicable, even though the information itself is held in confidence. To the extent that the information provides MIS with a deeper understanding of an Issuer's strategies and plans, it also helps to set the context for evaluating changes that may occur in the future and may have an impact on the creditworthiness of the Issuer and other members of an industry.

While MIS invites Issuers to participate in the rating process for all published credit ratings, ultimately, each Issuer determines the degree to which it shares information beyond what generally is available to the public. It has been our experience that Issuers generally welcome the opportunity to discuss their organizations, companies or transactions with us.

Most Issuers operate in good faith and provide reliable information to the securities markets and to MIS, and we rely on Issuers and their agents to do so. Nevertheless, our analysts seek to exercise skepticism with respect to an Issuer's claims and use available sources to investigate and obtain independent verification of such information. If we believe we have inadequate information to provide an informed credit rating to the market, we will exercise our editorial discretion and decline to assign a rating, or, if we already have a rating outstanding, withdraw that rating (*see* below for a discussion of our rating withdrawal policy). In a small number of cases, Issuers have chosen not to participate in the rating process, and therefore the information used to develop the rating generally is limited to publicly available information. In such cases we identify those Issuers in accordance with the MIS policy on Designating Issuers that Do Not Participate in the Rating Process (*see* the section below on Unsolicited Credit Ratings).

As discussed in Exhibits 6 and 7, MIS recognizes that the "issuer pays" model creates a potential conflict of interest that must be effectively managed. One important measure we have adopted in this regard is to prohibit analysts from discussing fees or payment matters with Issuers or their agents. Such questions are handled by a separate group within MIS (the Commercial Group), whose personnel do not have any involvement in determining or monitoring credit ratings or developing or approving rating methodologies.

d. Rating Committee Process

Once information has been gathered, the Assigned Analyst will analyze the Issuer or obligation and apply the relevant MIS methodologies, which may include consideration of both quantitative and qualitative factors (discussed in greater detail below). The Assigned Analyst will formulate his or her recommendation for the consideration of the rating committee.

The rating committee is a critical mechanism in promoting the quality, consistency and integrity of our rating process. MIS's credit ratings are determined only through rating committees, by a majority vote of the committee's members, and not by any individual analyst. The composition of the rating committee varies based on the nature and complexity of the credit rating being assigned, but typically includes the following: the Chair, who acts as the moderator of the committee; the Assigned Analyst, who presents his or her recommendation and the analysis supporting it; and other participants, including senior-level personnel, specialists or support analysts, as deemed appropriate.

Rating committees convened to determine Credit Ratings for which the Lead Analyst is based in the European Union should be comprised of a majority of voting members who were not directly involved in the preparation of the rating committee memorandum and related materials. For these purposes it is assumed that such involvement will usually be limited to the Lead Analyst and any Associate Analysts or other support staff working under the direction of the Lead Analyst.

The rating committee Chair encourages broad-based participation from all rating committee members, regardless of seniority, and the expression of dissenting views.

At the conclusion of rating committee discussions, the Assigned Analyst makes a rating recommendation. All rating committee participants eligible to vote are expected to vote and each voting member is entitled to one vote, with all votes carrying equal weight. Voting begins with the Assigned Analyst, and votes are then solicited from other rating committee participants, generally in rank order from junior to senior, with the Chair voting last. The Chair has the authority to suspend the proceedings if he or she believes that the rating committee would benefit from further discussion, additional information, or broader participation used to make the credit decision before concluding.

Rating committee composition, deliberations and specific voting results are kept confidential and limited to MIS employees.

e. Informing the Issuer of the Credit Rating Outcome and Disseminating the Credit Rating Announcements

Once a rating committee reaches a decision and the appropriate external communications have been drafted regarding a rating action, the Assigned Analyst typically contacts the Issuer or its designated agent to inform them of the credit rating. In so doing, the Assigned Analyst explains the rationale for the rating and the key factors which the rating committee considered in arriving at its opinion. Prior to public release of the credit rating, MIS communicates its rating decision only to the Issuer and/or its designated agent. Where feasible and appropriate, MIS also may provide the Issuer or its agent with a draft of the credit rating announcement so that they can review the draft to verify that it does not contain any inaccurate or non-public information. The Issuer may agree or disagree with the rating outcome, but if the rating opinion relates to an existing published credit rating, the opinion will be made public unless the Issuer or its designated agent provides us with relevant new information justifying reconsideration of the rating decision (see discussion below regarding Rating Appeals). If MIS is not able to inform the Issuer or its agent of a credit rating prior to publication, MIS will inform them as soon as practicable after publication, and generally will explain the reason for the delay.

Ratings are communicated to the general public free of charge via credit rating announcements that are published on our website, www.moodys.com, and are distributed to major financial newswires. In accordance with our policies attached below, if applicable, we will designate a rating as "non-participating" or "unsolicited" in the credit rating announcement.

In the European Union, prior to the public dissemination of a credit rating, the Assigned Analyst or his or her designee is required to inform the Issuer or its designee of the credit rating and the principal grounds on which the credit rating is based. For a period of no less than 12 hours following receipt of the rating information, the Issuer or its designee is provided with the opportunity to review it and draw MIS's attention to factual errors and inadvertent disclosure of confidential information. If the Issuer or its designee does not respond within 12 hours from when the draft Rating Announcement was sent, the Assigned Analyst, or his or her designee, may then release the credit rating announcement; if MIS receives a written response from the Issuer or its designee to proceed in less than 12 hours from the time it was notified, MIS still must wait for the full 12 hours to elapse before MIS can release and publish the credit rating announcement.

f. Rating Appeals

Appeals of rating decisions are rare. However, where appropriate, MIS will delay the publication of a credit rating action in order to assess the relevance of new material information that has been received from the Issuer or its agent. If the Assigned Analyst and rating committee Chair believe the new information may reasonably lead the rating committee to reconsider the rating conclusion, the rating committee will be reconvened to consider the impact of the information on the rating. This process, known as an external appeal, is available only where the Issuer can provide MIS with material information not previously available or considered that MIS believes is relevant to its credit assessment. MIS believes that the appeal process is an important part of our ability to provide timely and well-informed ratings. Appeals from Issuers should be distinguished from MIS's internal appeal process (described in the next paragraph), in which a member of the rating committee or other MIS analytic staff can request a reconsideration of the rating committee decision.

MIS's internal appeal process provides that, before the rating outcome is disseminated to the public, a member of the rating committee or other MIS analytic staff members (such as a managing director or a credit officer) can formally lodge an "internal appeal" of the committee's decision. If an internal appeal is granted, a new rating committee, the composition of which will be determined by a senior person unaffiliated with the original rating committee, will be formed to consider the appeal.

g. Monitoring of Credit Ratings

With the exception of those ratings which are clearly identified as point-in-time ratings, once a credit rating has been published, MIS will monitor that rating, as deemed appropriate, on an ongoing basis and will modify the credit rating as necessary in response to changes in our opinion of the creditworthiness of the Issuer or issue. All monitored ratings are reviewed at least once every twelve months.

MIS generally utilizes the same methodologies to monitor ratings as it uses to assign initial ratings.¹ When methodologies (including models) are revised, the updated methodology is applied to existing transactions within six months, as well as to all new ratings.

In monitoring credit ratings, analysts may review public information as well as non-public information provided by the Issuer or its agent through periodic meetings or other means. For comments on use of such information, please refer to Section b above.

MIS also utilizes a variety of monitoring processes approved by the Credit Policy Group. One such monitoring tool is the portfolio review, which in many rating groups, is undertaken on an annual basis to review the currency and consistency of credit ratings within a peer group. Portfolio reviews also offer a means of identifying common credit trends and assessing their potential rating implications, as well as promoting consistency in our credit analysis. In conducting a portfolio review, a senior-level group from both within and outside of a given industry rating team assesses the credit quality of all MIS-rated Issuers constituting an industry sector or sub-sector in a region. Where the portfolio review concludes that individual credit ratings may not be appropriately positioned, those credit ratings will be promptly referred to a rating committee.

In structured finance, monitoring is performed either by the applicable rating group's Assigned Analysts or by dedicated monitoring analysts. MIS has dedicated analytical staff for monitoring the performance of existing transactions in certain asset types, such as commercial mortgage and collateralized debt obligation transactions. Monitoring includes qualitative approaches as well as quantitative approaches, such as models that allow the monitoring staff to compare actual asset performance against the performance expected at the time of the last rating action. MIS has published a number of reports describing our monitoring approaches for specific structured finance asset classes.

Our U.S. public finance rating group has a team of monitoring analysts dedicated to the systematic monitoring of local government ratings. As in sectors outside of local governments, we use technology and quantitative methods to assist the analysis in identifying Issuers whose credit profiles may no longer be consistent with their current ratings. We track a number of indicative variables covering local economic conditions, demographics, and fiscal balances. This quantitative analysis helps identify ratings that merit a more intensive review, which may take the form of a rating committee and could lead to a rating or outlook change. MIS has published a report that outlines the framework used to assess the impact of macro-level trends on U.S. local government ratings. In structured finance and U.S. public finance, surveillance tools may use threshold filtering to assist in identifying deals that require additional review based on performance, allowing them to be prioritized for review ahead of other deals that may be deemed to be performing as expected.

h. Withdrawal of Credit Ratings

If MIS believes we have inadequate information to provide an informed credit rating to the market, we will exercise our editorial discretion and will either refrain from assigning a rating or withdraw an outstanding rating. In addition, and as described in our policy provided below, MIS may withdraw a credit rating under other limited circumstances, including: if the Issuer defaults, enters bankruptcy, is liquidated or restructures its debt; if the Issuer becomes the subject of a corporate reorganization; for business reasons unrelated to the adequacy of information or

¹ Models or criteria may vary between initial rating assignments and surveillance, but only to the extent that different credit-relevant information may be available at different points in the life of a security or issuer. For example, delinquency data may only come with the passage of time and so may only be relevant for surveillance – and not for the assignment of initial ratings. Threshold criteria for a rating change can also vary somewhat between new and seasoned transactions because the remaining period over which risks can be realized may shorten and the general level of uncertainty may diminish over time with seasoning.

bankruptcy; when the rating methodology used to assign the rating is no longer applicable due to a reduction in the size of the collateral pool; or when the rated obligation is no longer outstanding.

i. Unsolicited Credit Ratings

Unsolicited credit ratings are classified into two categories, based on whether or not they were provided by an MIS credit rating affiliate in the EU. Outside the EU, MIS designates Credit Ratings as unsolicited where: (i) the credit rating is a first-time assignment related to a given issuer; and (ii) the credit rating was initiated by MIS, rather than at the request of the Issuer. Within the EU, applicable regulations define unsolicited credit ratings as credit ratings not initiated at the request of the Issuer or related entity. The EU designation applies at the credit rating level, *i.e.*, it applies to both Issuer and debt ratings.

Once the determination is made to publish an unsolicited credit rating, the Issuer is informed that we intend to publish a credit rating opinion and is invited to participate in the rating process and provide MIS with relevant information. The degree of participation, if any, is completely at the discretion of the Issuer. Importantly, because we have initiated the rating process, we will not seek or accept from the Issuer remuneration for the credit rating during the rating process or for at least one year after publication of the credit rating. When we publish the rating, we will indicate the unsolicited nature of the credit rating in the text of the initial credit rating announcement for that Issuer.

Other aspects of the credit rating process described above are applicable to both unsolicited ratings and solicited ratings. We also have provided below our Policy for Designating Non-Participating Rated Entities.

2. Relevant Credit Rating Process Policies

The following policies can be found on our website via the web addresses listed below.

- Policy for Designating Unsolicited Ratings outside the European Union, September 9, 2011
www.moodys.com/designating_unsolicited_ratings_outside_the_eu
- Policy for Designating Unsolicited Ratings in the European Union, September 9, 2011
www.moodys.com/designating_unsolicited_ratings_in_the_eu
- Policy for Designating Non-Participating Rated Entities, September 9, 2011
www.moodys.com/designating_non-participating_rated_entities_policy
- Policy for Withdrawal of Credit Ratings, September 9, 2011
www.moodys.com/withdrawal_of_credit_ratings

3. Rating Methodologies and Models

MIS's methodological approaches to determining ratings encompass an evaluation of both qualitative and quantitative factors. Many of these methodologies include references to "models", which are analytical tools used to infer the implications of sets of assumptions in a consistent, rigorous manner. Since every model contains simplifying assumptions and, by construction, may exclude many credit-relevant factors, individual rating committees rely on models as tools to varying degrees, depending on the facts and circumstances in the sector and of the particular Issuer. Current versions of MIS rating methodologies, which are updated periodically, along with descriptions of models (if any) they employ can be found on our website via the web address: <http://r3.moodys.com/researchandratings/methodology/003006001/rating-methodologies/methodology/003006001/4294966628/4294966848/0/0/-/0/r/>.

The ratings group for assigning ratings in any particular sector is responsible for proposing the rating methodology it will employ. New methodologies and proposed changes to existing methodologies undergo a robust approval process managed by the Credit Policy Group, which reports directly to the MIS Chief Executive Officer. The Credit Policy Group is also responsible for regularly assessing the appropriateness of existing rating methodologies, including any key assumptions they employ, and for verifying the accuracy of the computer code of complex rating models that have been developed by MIS for use in the ratings process for multiple transactions.

Some models used in the structured finance sector are relatively quantitative in nature in that they attempt to model collateral loss probability distributions under various simplifying assumptions, cash flow allocations under each of the potential collateral loss scenarios, and, together, derive mathematically expected loss rates on various securities. Other models, in particular many of those used within the fundamental sectors, are relatively qualitative in nature, embedding financial ratio credit scores and judgment in scorecards that serve as guides for discussion in rating committees and bear a somewhat imprecise relationship to actual rating outcomes. However, methodologies suggest quantitative and qualitative information for consideration as inputs to rating committee deliberations.

The following paragraphs provide a high-level description of the qualitative and quantitative factors that are broadly considered relevant in each of the sectors for which MIS is registered as an NRSRO. These descriptions should not be considered exhaustive or mandatory for each rating published in the individual sectors. Furthermore, not all of the enumerated factors will be deemed relevant by an individual rating committee, and within individual sub-sectors additional factors may also be considered. The MIS rating methodologies include additional factors that might be considered relevant by a rating committee when issuing a rating in a given sector.

a. Financial Institutions, Brokers or Dealers

Relevant qualitative factors may include: management quality; key entity risks; the impact of economic and industry outlook on lending policy and criteria; product development; risk measurement and management tools; credit risk review and controls; and/or reach and influence of regulatory authorities. MIS also considers the likelihood and quality of external forms of support including parental support and systemic support.

Relevant quantitative factors may include: profitability; portfolio diversification by geography, region, industry, product, and portfolio granularity; actual amount of non-performing loans; loan-loss provisioning requirements; loan-loss coverage levels; actual losses; loss expectancy and recent trends; type and impact of relevant portfolio stress tests (e.g., potential increases in interest rates or unemployment rates); loan-to-value ("LTV") overview by valuation at inception and LTV limits in the case of property lending; overview of off-balance sheet risks; projected business growth; capital ratios (Tier 1, total capital) and trends; composition of risk-weighted assets (e.g., 20% risk weight,

50% risk weight, etc.); and/or quality of capital by type (e.g., Tier 1, Tier 2, etc.), instrument (e.g., subordinated debt, hybrid, innovative / non-innovative, etc.) and currency.

b. Insurance Companies

Relevant qualitative factors are tailored to the specific type of insurer (e.g., life, property/casualty, mortgage, financial guaranty, etc.) and may include: strategy, market position, brand and distribution; product focus; ease of access to capital; management quality, governance and risk management; accounting policy and disclosure; and/or the sovereign and regulatory environment.

Relevant quantitative factors are also specific to the type of insurer and may include: portfolio diversification (by geography, product/risk type, and distribution channel); asset quality (as reflected by, for example, the proportion of high risk investments and reinsurance assets); capital adequacy (as measured by capital ratios appropriate for the type of insurer and including estimates of catastrophic risk); profitability (as reflected by, for example, returns on equity, loss and expense ratios, and earnings volatility); financial flexibility (as indicated by coverage and leverage ratios); reserve adequacy (as implied by ratio analysis and actuarial analysis); and/or liquidity risk (assessing asset and liability matching).

c. Corporate Issuers

Relevant qualitative factors may include: industry sector(s); key markets; market position(s); business mix; geographical diversity; business strategy; size of company; barriers to entry; competitive advantages; growth opportunities; financial policy; management quality; risk management; capital structure and structural considerations; liquidity and debt maturity analysis; analysis of salient features of the security; legal structure; ownership considerations; corporate governance; and/or regulatory environment.

Relevant quantitative factors may include: level of sales; growth rates; profitability ratios; leverage ratios; coverage ratios; capitalization ratios; free cash flow and cash flow ratios; liquidity ratios; industry specific key indicator ratios; off-balance sheet adjustments; working capital management indicators; capital expenditure levels (both maintenance and development); extraordinary / exceptional items; and/or financing flows, including dividends, foreign currency exposure and accounting effects.

d. Issuers of Asset-Backed Securities

Relevant qualitative factors may include: geographical location of assets; details of the relevant insolvency regime; bankruptcy remoteness of the special purpose entity; tax implications of the structure; integrity of the legal structure; quality of servicing employed; quality of any relevant asset management; the origination practices of the seller; presence or absence of third party guarantors; credit quality characteristics of underlying assets; and/or credit factors relevant for the industry sector.

Relevant quantitative factors may include: level of over-collateralization; quantity of excess spread on assets; size and structure of tranching of the bonds; interest rates; value of the reserve fund; availability, amount and details of liquidity; degree and level of amortization of the debt and payment priority; economic analyses; and/or historical performance of the relevant asset class for the sponsor and the sector.

In providing credit ratings for securities or money market instruments issued by an asset-backed pool or as part of any asset-backed or mortgage-backed securities transaction, MIS forms an opinion on a specific transaction by analyzing its legal structure and sources of credit protection, as well as the credit risk characteristics of the collateral pool backing the securitization. To evaluate the risk characteristics of the underlying collateral pool, MIS considers

data from a wide variety of public sources and information provided by the securitization's sponsor. MIS' credit opinion is based on its own independent analysis.

c. Issuers of Government Securities, Municipal Securities or Securities Issued by a Foreign Government

Relevant qualitative factors may include: willingness to pay public debt (track record, political tolerance for public defaults); tax tolerance; political dynamics and institutional stability; government structure; quality of financial management (budgetary, capital and strategic planning, timely implementation of strategies in response to changing circumstances); institutional and public policy frameworks; track record in relation to social and political stability; all forms of solidarities (inter-generational, central government-local governments, central government-publicly owned enterprises); assessment of political commitments (fiscal adjustment, price stability); and/or potential social tensions.

Relevant quantitative factors may include: factors reflecting the economic base (structure of the economy, investment rate, saving rate, GDP, GDP per capita, percentage change in real GDP, inflation record, openness of the economy, trends of personal income and wealth, employment growth, unemployment rate and diversity of economic activity by industry); demographic trends (such as population growth, age distribution, and geographic concentration); financial operations (such as revenue growth and diversity, expense structure, trend of budget surplus or deficit, size and liquidity of financial reserves); and/or factors that help assess the sustainability of public debt (such as stock of general government debt, off-balance sheet liabilities, future liabilities such as pension costs, composition of the debt in terms of currency, maturity, interest-rate sensitivity, size of assets that can be mobilized to repay the debt nature of public spending and degree of leverage relative to tax base or resource base).

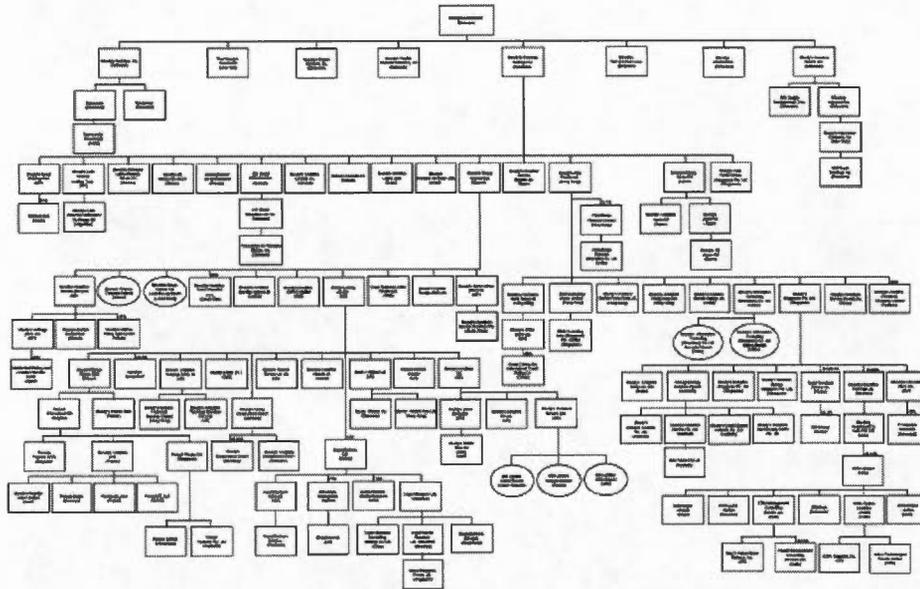
For U.S. municipal securities issued by entities that operate in competitive markets, such as hospitals, universities, and airports, additional factors may include the Issuer's market share, pricing power within its market, degree of governmental support, and quality of management and governance.

Moody's Investors Service ("MIS")**Exhibit 3****Policies to Prevent the Misuse of Material,
Nonpublic Information**

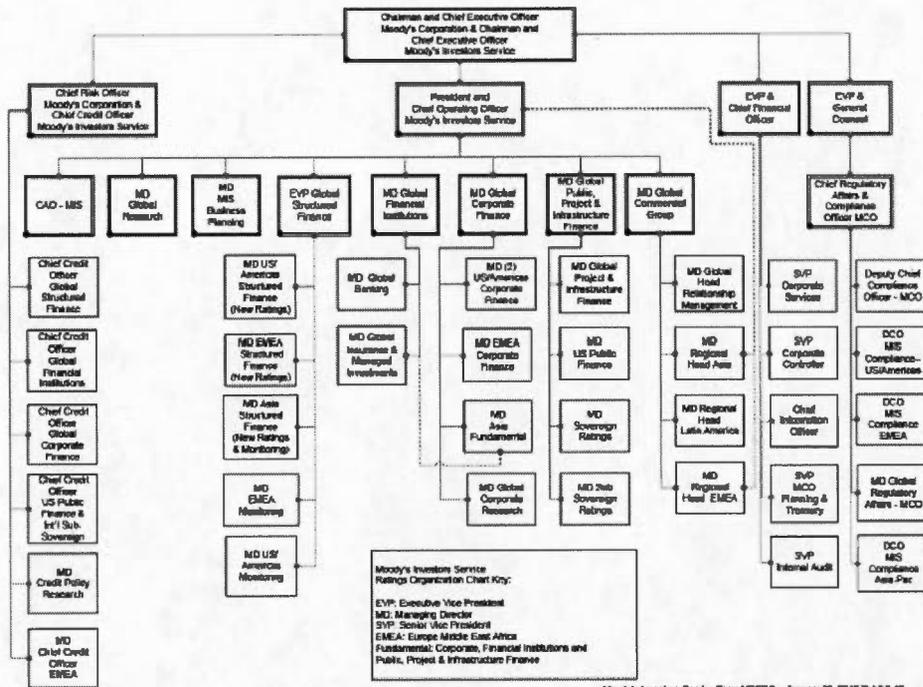
MIS has the following policies to prevent the misuse of material, nonpublic information. These policies can be found on our website via the web addresses listed below.

1. **Moody's Corporation Code of Business Conduct (August 2010)**
www.moody.com/nrsro_code_of_business_conduct
2. **Moody's Investors Service Code of Professional Conduct (June 2011)**
www.moody.com/code_of_professional_conduct
3. **Policy for Securities Trading (September 9, 2011)**
www.moody.com/securities_trading
4. **Moody's Corporation Code of Ethics for Chief Executive and Senior Financial Officers (November 23, 2010)**
www.moody.com/nrsro_code_of_ethics_for_chief_executive_and_senior_financial_officers
5. **Moody's Corporation Policy Regarding the Independence of Ratings and Disclosure of Affiliations of Moody's Directors and Shareholders with Rated Entities (November 1, 2011)**
www.moody.com/nrsro_independence_of_ratings_and_disclosure_of_affiliations
6. **Policy for Material Non-Public Information (September 9, 2011)**
www.moody.com/material_non-public_information
7. **Moody's Investors Service EU Market Abuse Directive Policy (December 1, 2010)**
www.moody.com/nrsro_eu_market_abuse_directive_policy
8. **Core Principles for the Conduct of Rating Committees (March 29, 2011)**
www.moody.com/nrsro_core_principles_for_the_conduct_of_rating_committees
9. **Policy on Communication of Public Rating Actions (June 1, 2011)**
www.moody.com/nrsro_oct_communication_of_public_rating_actions
10. **MIS – MA Separation Policy (September 9, 2011)**
www.moody.com/mis_ma_separation_policy

Moody's Corporation
Exhibit 4a
Global Legal Structure as of December 31, 2011



As applicable a branch



Moody's Investors Service Form NRSRO - January 30, 2012 Exhibit 46

Moody's Investors Service ("MIS")**Exhibit 5****Code of Ethics**

MIS has the following policies establishing standards of ethical behavior for its employees. These policies can be found on our website via the web addresses listed below.

1. **Moody's Corporation Code of Business Conduct (August 2010)**
www.moody.com/nrsro_code_of_business_conduct
2. **Moody's Investors Service Code of Professional Conduct (June 2011)**
www.moody.com/code_of_professional_conduct
3. **Moody's Corporation Code of Ethics for Chief Executive and Senior Financial Officers (November 23, 2010)**
www.moody.com/nrsro_code_of_ethics_for_chief_executive_and_senior_financial_officers

Moody's Investors Service ("MIS")**Exhibit 6****Conflicts of Interest Related to the Issuance of
Credit Ratings**

MIS has identified the following types of conflicts of interest related to the issuance of credit ratings:

1. MIS is paid by issuers or underwriters to determine credit ratings with respect to securities or money market instruments they issue or underwrite.
2. MIS is paid by obligors to determine credit ratings of the obligors.
3. MIS is paid by investors to determine credit ratings with respect to securities or money market instruments.
4. In addition to credit ratings, MIS provides other services, including but not limited to Rating Assessment Services and Indicative Assessment Services, to issuers or obligors that may be subject to a credit rating by MIS. MIS is paid for these other services by the requesting issuer or obligor.
5. MIS allows persons within MIS to directly own securities or money market instruments of, or have other direct ownership interests in, obligors or issuers subject to a credit rating determined by MIS as long as they do not participate in or otherwise influence the credit rating.
6. MIS allows persons within MIS to have business relationships that are more than arms length ordinary course business relationships with obligors or issuers subject to a credit rating determined by MIS as long as they do not participate in or otherwise influence the credit rating.
7. Members of the Board of Directors of Moody's Corporation (the parent of MIS) may be affiliated with obligors or issuers subject to a credit rating determined by MIS.
8. MIS may issue credit ratings covering, and/or requested by, entities which may have significant shareholdings (5% or more of outstanding shares) in Moody's Corporation (MCO), MIS's parent company.
9. MIS has a non-rating affiliate named Moody's Analytics. Its customers may be parties to whom MIS provides credit rating services.
10. Moody's Corporation, and/or its affiliates, may engage underwriters or investment bankers in connection with acquisitions, joint ventures and/or the sale by Moody's Corporation of debt or other securities. Moody's Corporation also has commercial relationships with numerous corporations from which it purchases goods or services (e.g., utilities, travel, technology hardware or software, office supplies, etc.). The parties with which Moody's Corporation has such business relationships may be entities about which, or to which, MIS provides credit ratings.

Moody's Investors Service ("MIS")Exhibit 7**Policies to Address and Manage Conflicts of Interest**

MIS has the following policies to address and manage conflicts of interest related to the issuance of credit ratings. These policies can be found on our website via the web addresses listed below.

1. **Moody's Corporation Code of Business Conduct (August 2010)**
www.moodys.com/nrsro_code_of_business_conduct
2. **Moody's Corporation Policy Regarding the Independence of Ratings and Disclosure of Affiliations of Moody's Directors and Shareholders with Rated Entities (November 1, 2011)**
www.moodys.com/nrsro_independence_of_ratings_and_disclosure_of_affiliations
3. **Moody's Corporation Code of Ethics for Chief Executive and Senior Financial Officers (November 23, 2010)**
www.moodys.com/nrsro_code_of_ethics_for_chief_executive_and_senior_financial_officers
4. **Moody's Investors Service Code of Professional Conduct (June 2011)**
www.moodys.com/code_of_professional_conduct
5. **Policy for Ancillary and Other Permissible Services (September 9, 2011)**
www.moodys.com/ancillary_and_other_permissible_services
6. **Policy for Securities Trading (September 9, 2011)**
www.moodys.com/securities_trading
7. **MIS – MA Separation Policy (September 9, 2011)**
www.moodys.com/mis_ma_separation_policy
8. **Policy Banning Recommendations Associated with Credit Ratings (September 9, 2011)**
www.moodys.com/banning_recommendations_associated_with_credit_ratings

9. Policy for Receipt, Resolution and Retention of Third-Party and External Complaints (September 9, 2011)
www.moody.com/receipt_resolution_and_retention_of_third-party_and_external_complaints
10. Policy for Credit Rating Action Conflict of Interest Certification (September 9, 2011)
www.moody.com/credit_rating_action_conflict_of_interest_certification
11. Policy for Fee Discussions (September 9, 2011)
www.moody.com/fee_discussions_policy
12. Policy for Solicitation or Acceptance of Money, Gifts, Favors, or Entertainment (September 9, 2011)
www.moody.com/solicitation_or_acceptance_of_money_gifts_favors_or_entertainment
13. Policy for Designating Non-Participating Rated Entities (September 9, 2011)
www.moody.com/designating_non-participating_rated_entities_policy
14. Post-Employment Policy (June 13, 2011)
www.moody.com/post-employment_policy
15. Policy for Designating Unsolicited Credit Ratings in the European Union (September 9, 2011)
www.moody.com/designating_unsolicited_ratings_in_the_eu
16. Policy for Designating Unsolicited Credit Ratings Outside of the European Union (September 9, 2011)
www.moody.com/designating_unsolicited_ratings_outside_the_eu
17. Policy for Analyst Rotation for Ratings Issued by MIS EU CRAs (September 9, 2011)
www.moody.com/analyst_rotation_for_ratings_issued_by_mis_eu_crAs
18. Policy for Material Non-Public Information (September 9, 2011)
www.moody.com/material_non-public_information
19. Policy for Withdrawal of Credit Ratings (September 9, 2011)
www.moody.com/withdrawal_of_credit_ratings

20. **Moody's Investors Service EU Market Abuse Directive Policy (December 1, 2010)**
www.moody.com/nrsro_eu_market_abuse_directive_policy
21. **Annual Report of MIS Designated Compliance Officer (November 23, 2010)**
www.moody.com/nrsro_annual_report_of_mis_designated_compliance_officer
22. **Compensation of MIS Designated Compliance Officer (February 24, 2011)**
www.moody.com/nrsro_compensation_of_mis_designated_compliance_officer
23. **Independence of MIS Compliance Department (November 23, 2010)**
www.moody.com/nrsro_independence_of_mis_compliance_department
24. **Credit Rating Refusal Policy (August 16, 2010)**
www.moody.com/nrsro_refusal_to_rate
25. **Policy Governing Access to AccuRate, RAST, Phoenix and PeopleSoft Financials (September 9, 2011)**
www.moody.com/access_to_accurate_rast_phoenix_and_peoplesoft_financials_policy
26. **Core Principles for the Conduct of Rating Committees (March 29, 2011)**
www.moody.com/nrsro_core_principles_for_the_conduct_of_rating_committees

Moody's Investors Service ("MIS")**Exhibit 8****Information Regarding Credit Analysts and Credit Analyst Supervisors**

Following are descriptions of the typical qualifications, including education and work experience, which MIS requires when hiring credit analysts. MIS has several levels of credit analyst. For this discussion we have combined them into three classifications: junior level credit analysts, senior level credit analysts, and credit analyst supervisors. While the qualifications shown below represent MIS's typical requirements when hiring for each of these analytical levels, they do not represent minimum requirements. MIS may hire personnel, or promote personnel, based on other qualifications that MIS deems acceptable. In addition, in some areas of MIS, analysts may assume differing levels of responsibilities than analysts in other areas with similar experience.

Junior Level Credit Analysts

Junior level analysts typically provide support and research assistance to more senior analysts. This may include working on analytical and statistical projects, assisting in writing various reports, sourcing and analyzing information and assisting in the development of rating recommendations and in monitoring of ratings.

A bachelor's degree typically is required, preferably in Finance, Economics, Accounting, or Computer Science. In addition, a master's or other advanced degree in Finance, Economics or a related field, or a professional qualification such as Chartered Financial Analyst or Certified Public Accountant, is preferred. At least two years of prior work experience in areas such as financial or investment analysis typically is required, along with exposure to areas such as research, economics, statistics and quantitative modeling.

Senior Level Credit Analysts

Senior level analysts typically function as lead analysts for portfolios of credits, with responsibility for rating and monitoring credits, managing relationships with investors, intermediaries, underwriters, issuers and media, writing research reports, and leading conferences.

A master's or other advanced degree in Finance, Economics or a related field typically is required, and a professional qualification such as Chartered Financial Analyst or Certified Public Accountant is preferred. At least four years of prior work experience in financial or investment analysis, including credit analysis and familiarity with the relevant business sector, typically is required.

Credit Analyst Supervisors

Supervisory analysts typically manage team(s) of rating analysts and administrative staff. They are responsible for ensuring the quality, transparency and timeliness of ratings and research. They represent Moody's at a senior level with issuers, investors, intermediaries and other market participants.

A master's or other advanced degree in Finance, Economics or a related field typically is required, and a professional qualification such as Chartered Financial Analyst or Certified Public Accountant is preferred. At least 15 years of prior work experience in credit analysis or portfolio management typically are required, including demonstrated ability to lead senior credit analysts.

The total number of credit analysts and credit analyst supervisors as of December 31, 2011 and still employed on March 6th, 2012 is as follows:²

Total number of credit analysts	1124
Total number of credit analyst supervisors	128

² MIS determined credit analysts ("Analysts") to be those individuals who participated in the credit rating process but who were not supervisors. Credit analyst supervisors ("Supervisors") were those Analysts who participated in the credit rating process, were the most junior level MD's (aka Team Managing Director/Lead 5) or with titles below who had at least one Analyst reporting to him or her. Within MIS, the hierarchy of relevant titles for supervisors (in order of increasing seniority) is: Vice President - Senior Analyst ("VP-SA"); Vice President - Senior Credit Officer ("VP-SCO"); Senior Vice President ("SVP"); and TMD/Level 5. A TMD's role is primarily to supervise Analysts. The role of an Associate Analyst, Analyst, Assistant Vice President / Analyst, VP-SA, VP-SCO or SVP is primarily the production of credit ratings, although they may also be responsible for performance evaluations of, and/or the review of securities trades by, Analysts who report to them.

Moody's Investors Service ("MIS")**Exhibit 9****Information Regarding Designated Compliance Officer**

The Designated Compliance Officer for MIS is James P. Bodovitz, who is employed by MIS on a full-time basis. Mr. Bodovitz's employment history and post-secondary educational background are presented below.

EMPLOYMENT HISTORY:**Moody's Investors Service**

October 2011 – Present

New York, New York

Designated Compliance Officer

The AIG Advisor Group

February 2007 – October 2011

New York, New York

Chief Risk Officer (July 2008 – October 2011)

Senior Regulatory Counsel

Senior Vice President, Chief Compliance Officer, Royal Alliance Associates, Inc. (February 2007 – February 2010)

Park Avenue Securities LLC / Guardian Life Insurance Company of America

May 2004 – February 2007

New York, New York

Senior Vice President, Chief Compliance Officer (PAS)

Second Vice President (Guardian)

AXA Advisors, LLC / AXA Financial, Inc.

December 1996 – April 2004

New York, New York

Senior Vice President & General Counsel (AXA Advisors) (Dec. 1999 – April 2004)

Vice President, National Compliance Office (AXA Financial)

United States Securities And Exchange Commission

January 1993 -November 1996

New York, New York

Branch Chief, Branch of Broker-Dealer Enforcement

Shearman & Sterling
October 1984 – November 1992
Associate Attorney

POST-SECONDARY EDUCATION:
University of Southern California Law Center, J.D., June 1984

Annexe 2 : Grille d'analyse de l'impact de la loi Dodd-Frank sur les pratiques de divulgation de Moody's et sur sa transparence. Échelle d'analyse 0 à 3.

	20 09	20 11	20 14	$\Delta_{df} = 2009-2011$	$\Delta_{df} = 2009-2014$
TPM1 Qualité des notations	1,8	2,1	2,1	0,3	0,3
TPM2 Description des procédures et méthodes de déterminations des notes de crédit.	1,2	1,8	2,7	0,6	1,5

	2009	2011	2014	$\Delta_{df} = 2009-2011$	$\Delta_{df} = 2009-2014$
TPM2.1 : La description des politiques d'initiation ou non du processus de notation de crédit	0,6	0,6	0,6	0	0
TPM2.2 : description de la méthodologie employée	1,2	1,2	2,4	0	1,2
TPM2.3 : Les modèles quantitatifs et qualitatifs employés;	1,8	1,8	2,4	0	0,6
TPM2.4 : La structure et le processus de vote des comités de crédit;	0,6	1,2	1,2	0,6	0
TPM2.5 : Le processus d'informer les émetteurs de la décision de notation et de son appel;	1,8	1,8	1,8	0	0
TPM2.6 : Les procédures de surveillance, de mise à jour et de révision des notations de crédit	1,2	1,8	2,4	0,6	0,6
TPM2.7 : Les procédures de suspension et de retrait de notations;	1,2	1,8	2,4	0,6	0,6

	2009	2011	2014	$\Delta_{df} = 2009-2011$	$\Delta_{df} = 2009-2014$
TSOPIP1 : Politiques de découragement d'utilisation de l'information privée	0,6	1,2	2,4	0,6	1,8
TSOPIP2 : Structure organisationnelle	1,2	1,8	2,7	0,6	1,5

	2009	2011	2014	$\Delta_{df} = 2009-2011$	$\Delta_{df} = 2009-2014$
TECI1. 1 : L'agence est-elle payée pour la notation par l'émetteur ?	1,2	1,2	1,2	0	0
TECI2. 1 : Les analystes financiers et leur nombre	1,2	1,2	1,2	0	0
TECI2. 2 : Le superviseur des analystes financiers et leur nombre ;	1,2	1,2	1,2	0	0
TECI2. 3 : La description générale de la qualification minimale requise des analystes financiers	0,6	1,2	1,2	0,6	0,6
La description générale de la qualification minimale requise des superviseurs-analystes financiers	0,6	1,2	1,2	0,6	0,6
TECI2.4 : Encadrement du responsable de conformité des lois et règlement désigné	0,6	1,2	1,2	0,6	0,6
TECI2. 5 : Code d'éthique	1,2	1,2	1,2	0	0

BIBLIOGRAPHIE

- Abbott, W.F. and Monsen, R.J. (1979). On the measurement of corporate social responsibility: self-reported disclosures as a method of measuring corporate social involvement. *Academy of Management Journal*, Vol. 22 No. 3, pp. 501-515.
- Alp, A. (2013). Structural shifts in credit rating standards. *Journal of Finance*, 68(3), 2435-2470.
- Alessandro, S. et Barbara, A. (2013). Assessing Rating Agencies' Ability to Predict Bank Bankruptcy: The Lacle Financial Case. *Economic Notes*. Vol. 42 Issue 2, p203-215. 13p. 4 Charts.
- Arthur, C. A. et Donna, M. D. (2008). The impact of rating agency reputation on local government bond yields. *Journal of Financial Services Research*, 33[1], 57-76.
- Ascioglu, A., Hegde, P., Krishnan, G. et McDermott, J. (2012). Earnings Management and Market Liquidity. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38 (2) 257-274.
- Bayar, Y. (2014). Recent financial crises and regulations on the credit rating agencies. *Research in World Economy*, 5(1), 49. Retrieved from
- Bartlett, Robert P. (2010). Inefficiencies in the information thicket: A case study of derivative disclosures during the financial crisis. *Journal of Corporation Law*, 36(1), 1-57.
- Beeks, W., P. Brown. (2006). Do better-governed Australian firms make more informative disclosures? *Journal of Business Finance & Accounting*, 2006, Vol. 33 (3-4), pp. 422-450.
- Belcher, A. (1995). Regulation by the market: The case of the Cadbury code and compliance statement. *Journal of Business Law*, 1995, 321-342.
- Benmelech, E. et Dlugosz, J. (2009). The credit rating crisis. NBER Working Papers 15045.

- Berrone, P., Gelabert, L. and Fosfuri, A. (2009) The impact of symbolic and substantive actions of environmental legitimacy. *Working Paper Business School*, University of Navarra, pp. 1–30.
- Blacconiere, W.G. et Patten, D.M. (1994). Environmental disclosures, regulatory costs, and changes in firm value. *Journal of Accounting and Economics* 18(3): 357–377.
- Bo, B. et Todd, B. (2011). How did increased competition affect credit ratings? *Journal of Financial Economics*. Vol. 101 Issue 3, p493- 514.
- Boubaker, S., Hamrouni, A., et Liang, Q. (2015). Corporate governance, voluntary disclosure, and firm information environment. *Journal of Applied Business Research*, 31(1), 89-n/a
- Boylan, S. J. (2012). Will credit rating agency reforms be effective? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 20(4), 356-366.
- Boylan, S. (2008). A classroom exercise on unconscious bias in financial reporting and auditing. *Issues in Accounting Education*, Vol. 23 No. 2, pp. 229-45.
- Bradshaw, J.L., et Wallace, G. (1971). Models for the processing and identification of faces. *Perception and Psychophysics*, 9, 443-448.
- Brown, S. et Hillegeist, S.A. (2007). How Disclosure Quality affects the Level of Information Asymmetry? *Review of Accounting Studies*, 12 (2-3) 443-477.
- Cantor, R. et Packer, F. (1996). Determinants and impact of sovereign credit ratings. *Economic Policy Review*, Vol. 2(2), pp. 37-54.
- Carpenter V. L. et Feroz E. H. (1992). GAAP as a Symbol of Legitimacy : New York State's Decision to Adopt Generally Accepted Accounting Principles. *Accounting, Organization and Society*, Vol. 17, (7), pp. 613 – 252.
- Chelli, M., Durocher, S. and Richard, J. (2014) 'France's new economic regulations: Insights from institutional legitimacy theory', *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27(2), pp. 283–316.
- Cheng, M., et Neamtiu, M. (2009). An empirical analysis of changes in credit rating properties: Timeliness, accuracy and volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 47(1–2), 108-130.

- Coates, J. (2007). The goals and promise of the Sarbanes-Oxley Act. *Journal of Economic Perspectives*, 14(1), 36-44 .22p.
- Cormier, D. et Gordon, I. M. (2001). An examination of social and environmental reporting strategies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 14(5), 587-616.
- Coskun, D. (2008). Credit rating agencies in a post-enron world: Congress revisits the NRSRO concept. *Journal of Banking Regulation*, 9(4), 264-283.
- Darbellay, A. et Partnoy, F. (2012). Agences de notation et conflits d'intérêts. *Revue d'économie financière* (N° 105), p. 309-318
- De Bondt, W. et Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, Vol. 40, p. 793-805.
- Deegan, C. et Rankin, M. (1997). The materiality of environmental information to users of annual reports, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 10, No. 4, pp. 562-583.
- Deegan, C., Rankin, M. et Tobin, J. (2002). An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: à test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing an Accountability Journal*, 15(3), pp. 312-343.
- Deegan, C., Rankin, M. et Voght, P. (2000). Firms disclosure reactions to major social incidents: Australian evidence. *Accounting Forum* 24(1): 101-130.
- DiMaggio P. et Powell W. (1983). The Iron-Cage Revisited : Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Field, *American Sociological Review*, 48, April, 147- 160
- Diamond, D. (1985). Optimal Release of Information by Firms. *Journal of Finance*, 40 (4) 1071-094.
- Dimitrov, V., Palia, D. and Tang, L. (2015). Impact of the Dodd-Frank act on credit ratings. *Journal of Financial Economics*, 115(3), pp.505-520.
- Diamond, D. et Verrecchia, R. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, 46 (4) 1325-1359
- Dichev, I.D. et J.D. Piotroski, (2001). The Long-Run Stock Returns Following Bond Rating Changes. *Journal of Finance* 56 (1), 173-203.

- Diomande, M. Ahmed, Heintz, J et Pollin, R. (2009). Why U.S. Financial Markets Needs a Public Credit Rating Agency? *The Economists Voice* 6, 6: 1-4.
- Ely, B. (2009). Bad rules produce bad outcomes: Underlying public-policy causes of the U.S. financial crisis. *Cato Journal*, 29,(1) 5562.
- Evans T. G. et Taylor M. E. (1982). Bottom Line Compliance with the IASC: A Comparative Analysis. *The International Journal of Accounting*, pp. 115 – 128.
- Ferri, G., Liu, L.-G. et Stiglitz, J. (1999). The procyclical role of rating agencies: evidence from the East Asian crisis. *Economic Notes*, no. 3.
- Fung, A., Graham, M., & Fagotto, E. (2006). The effectiveness of regulatory disclosure policies. *Journal of Policy Analysis and Management*, 25(1), 155–181.
- Fung, A., Graham, M., & Weil, D. (2007). Full disclosure—the perils and promise of transparency. New York: *Cambridge University Press*.
- De Villiers, C. et Van Staden, C. J. (2006). Can less environmental disclosure have a legitimising effect? Evidence from Africa. *Accounting, Organizations and Society*, 31(8), 763-781.
- Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, One hundred and eleventh Congress of the United States (2010).
At: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>
- Fasterling, B. (2012). Development of Norms Through Compliance Disclosure, *Journal of Business Ethics*, vol. 106, no. 1, pp. 73-87.
- Flandreau M., Gaillard, N., et Packer, F. (2011). To err is human: US rating agencies and the interwar foreign government debt crisis. *European Review of Economic History*, 15(3), 495-538.
- Gaillard, N. (2012). Quelles régulations pour l'industrie de la notation? Décembre 2012
At : <http://www.sciencespo.fr/ceri/>
- Gaillard, N. (2011). Quelles réformes pour l'industrie de la notation financière ? *Revue d'économie financière* (N° 101), p. 73-86
- Gherib, J. B. B., Spence, M., et Biwolé, V. O. (2009). Développement durable et PME dans les pays émergents : Entre proactivité, opportunisme et compromis. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 22(3), 355

- Goldin, I. and Vogel, T. (2010). Global governance and systemic risk in the 21st Century: Lessons from the financial crisis. *Global Policy* 1(1): 4–15.
- Gordon, L., Loeb, M., Lucyshyn, W. et Sohail, T. (2006). The impact of the Sarbanes-Oxley Act on the corporate disclosures of information security activities. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(5), 503-530
- Guthrie, J. and Parker, L.D. (1989). Corporate social disclosure: a rebuttal of legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, Vol. 19 No. 76, pp. 243-252.
- Gray, R., Owen, D. and Adams, C. (1996). Accounting and accountability: changes and challenges in corporate social and environmental reporting, Prentice Hall, Hemel Hempstead.
- Gul, F.A. et Leung S. (2004). Board Leadership, Outside Directors Expertise and Voluntary Corporate Disclosures, *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, 351-379.
- Haji, A. A., et Mohd Ghazali, N. A. (2012). The influence of the financial crisis on corporate voluntary disclosure: Some Malaysian evidence. *International Journal of Disclosure and Governance*, 9(2), 101-25.
- Heflin, F., Shaw, W. et Wild, J. (2005). Disclosure Policy and Market Liquidity: Impact of Depth Quotes and Order sizes. *Contemporary Accounting Research*, 22 (4) 829-866.
- HILL C. A. (2010b). Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities ? University of Pittsburgh, *Law Review*, vol. 71, pp. 1-24.
- Holmstrom, B. et Kaplan, S. (2003). The state of U.S. Corporate governance :Whats right and whats wrong ? *Journal of Applied Corporate Finance*, 15, 8-20
- Hunt, J.P. (2008). Credit rating agencies and the “worldwide credit crisis”: the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009(1)
- Iyengar, S. (2010). Are sovereign credit ratings objective and transparent? *IUP Journal of financial Economics*, Vol. VIII(3), pp. 7-22
- Jain, P. K., Kim, J. et Rezaee, Z. (2008). The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Market Liquidity. *Financial Review*, Vol. 43, Issue 3, pp. 361-382.

- Jane, J., Lloyd, J.T. et Amanda, W. (2014). Evaluating proposed remedies for credit rating agency failures. *The Accounting Review*, Vol. 89, No. 4, p 1399-1420.
- Jorion, P., Liu Z, et Shi C. (2005). Informational Effects of Regulation FD: Evidence from Rating Agencies. *Journal of Financial Economics* 76 (No. 2), 309-330.
- Khokan Bepari, M., F. Rahman, S. and Taher Mollik, A. (2014) 'Firms' compliance with the disclosure requirements of IFRS for goodwill impairment testing', *Journal of Accounting & Organizational Change*, 10(1), pp. 116-149.
- Kish, R., Hogan, K et Olson, G. (1999). Does the market perceive a difference in rating agencies ? *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 39, pp. 363-377.
- Kroszner, R. S. (2004). ECONOMICS OF CORPORATE GOVERNANCE REFORM. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16: 42-50.
- Kurdas, C. (2009). Does regulation Prevent Fraud? The Case of the Manhattan Hedge Fund. *The Independent Review*. 13,(3) Winter 2009. 325-343.
- Li, H., Pincus, M et Rego, S.O. (2004). Market reaction to events surrounding the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *2004 Annual Meeting of the American Accounting Association (AAA)*, Orlando, FL
- Lindblom, C. K. (1994). The Implications of Organizational Legitimacy for Corporate Social Performance and Disclosure. *Critical Perspectives on Accounting Conference*, New York
- Lofgren, K. G., Persson, T., et Weibull, J. W. (2002). Markets with asymmetric information: the contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz. *The Scandinavian Journal of Economics*, 104(2), 195-211.
- Magness, V. (2006). Strategic posture, financial performance and environmental disclosure: An empirical test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 19(4): 540-563.
- Mattarocci, G. (2011). Multi-rating choice determinants: Evidence from Fitch, Moody's and Standard and Poor's ratings. *Academy of Banking Studies Journal*, 10(2), 9-22.
- Meyer J.W. et Rowan B. (1977). Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, 83:2, 340-363
- Miihkinen, A. (2008). Efficiency of authoritative disclosure recommendations, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 16, no. 4, pp. 384-413.

- Moody's Investors Service Inc. (2011). Annual Certification of Form NRSRO. At:https://www.moodys.com/publishingimages/mco/nrsro_oct_amendment.pdf
- Moody's Investors Service Inc. (2014). Annual Certification of Form NRSRO. At:https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/SP33504_NRSRO%20form%202015_PUBLIC.pdf
- Moody's Investors Service, Inc. (2009). Annual Certification of Form NRSRO. At:https://www.moodys.com/PublishingImages/MCO/FormNRSRO_2009_Public-sent.pdf
- Moody's. (2015). Annual report. At: http://s21.q4cdn.com/431035000/files/doc_financials/annual/Annualreport.pdf
- Nayar, N. and Rozeff, M.S. (1994). Ratings, Commercial Paper and Equity Returns. *Journal of Finance* 49 (No. 4), 1431-1449.
- O'Sullivan, N. et O'Dwyer, B. (2009). Stakeholder perspectives on a financial sector legitimization process: The case of NGOs and the equator principles. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 22 No. 4, pp. 553-87.
- Partnoy, F. (2006). How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers. In Y. Fuchita and R. E. Litan (eds.), *Financial Gatekeepers: Can they Protect Investors?* Washington, DC: Brookings Institution Press and the Nomura I
- Partnoy, F. (2006). How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. Financial gatekeepers: Can they protect investors? *Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research*, San Diego Legal Studies Paper No. 07-46.
- Partnoy, F. (2009). Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis. University of San Diego, *Legal Studies Research Paper Series*, n° 09-015
- Patten, D.M. (1992). Intra-industry environmental disclosures in response to the Alaskan oil spill: a note on legitimacy theory. *Accounting, Organizations and Society*, 17(5), pp. 471-475.
- Poon, W.P.H. et Chan, K.C. (2008). An Empirical Examination of the Informational Content of Credit Ratings in China. *Journal of Business Research* 61 (No. 7), 790-797.

- Purda, L. D. (2011). Assessing credit or determining quantity? the evolving role of rating agencies. *Journal of Applied Finance*, 21(2), 20-37.
- Rahman, M.Z. (1998). The role of accounting in the East Asian financial crisis: Lessons learned? *Transnational Corporations* 7(3): 1-52.
- Razaee, Z. and Jain, P.K. (2005). The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and security market behavior: Early evidence. *Working paper*, University of Memphis.
- Reisen, H. et Von Maltzan, J. (1999). Boom and bust and sovereign ratings. *OECD Development Centre*, Working Papers No. 148.
- Reinhart, C. M. (2002). Sovereign credit ratings before and after financial crises. in R. Levich, G. Majnoni and C. Reinhart (eds.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*. Boston: Kluwer Academic Publishers.
- Riaz, S. (2009). The global financial crisis: An institutional theory analysis. *Critical Perspectives on International Business*, 5[1], 26-35.
- Rioux, M. (2003). À la rescousse du capitalisme américain: la loi Sarbanes-Oxley. *Observatoire des Amériques*.
- Santos, E.S., Ponte, V.M.R. and Mapurunga, P.V.R. (2014). Mandatory IFRS Adoption in Brazil (2010): Index of Compliance with Disclosure Requirements and some Explanatory Factors of Firms Reporting, *Revista Contabilidade and Finanças*, vol. 25, no. 65, pp. 161-176.
- Schroeder, S. (2013). A template for a public credit rating agency. *Journal of Economic Issues*, 47(2), 343-350.
- SEC, (2009). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. At: <https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2009-annual-report-on-nrsros.pdf>
- SEC, (2011). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. At: <https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2011-annual-report-on-nrsros.pdf>
- SEC, (2014). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. At: <https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2014-annual-report-on-nrsros.pdf>
- SEC, (2015). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. At: <https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2015-annual-report-on-nrsros.pdf>

- SEC, (2016). Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. At:<https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2016-annual-report-on-nrsros.pdf>
- SEC, (2002). Sarbanes-Oxley act of 2002. Public law 107-204. At:<https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>
- SEC, (2003). Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. At: <https://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>
- SEC, (2006). Credit rating agency reform act of 2006. Public law 109-291. At:<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>
- SEC, (2008). Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies. *Institute of Capital Markets Research*. At:<https://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>
- SEC, (2010). Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. At: <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>
- Roy, S. (2010). Recherche sociale de la problématique à la collecte des données. Québec, Presses de l'université du québec, 5 édition , 767 pages.
- Stoecker, R. (1991). Evaluating and rethinking the case study. *Sociological Review*, vol 39, n 1, p. 88-112.
- Street, D. L., Gray, S. J., et Bryant, S. M. (1999). Acceptance and observance of international accounting standards: An empirical study of companies claiming to comply with IASs. *The International Journal of Accounting*, 34(1), 11-48.
- Tilt, C.A. (1994). The influence of external pressure groups on corporate social disclosure: some empirical evidence, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 29, No. 2, pp. 367-394.
- Touron, M. (2002) Working in Kazakhstan and Russia: perception of French managers. *The International Journal of Human Resource Management*, 13:2, 213-231.
- Tversky, A. et Kahneman, D. (1982). Judgments of and by representativeness. In Kahneman, D., Slovic, P. et Tversky, A. (Eds), *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press, New York, NY.

- Tversky, A. et Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: heuristics and biases. *Science*, Vol. 185, pp. 1124-31.
- Valentin, D, Darius, P et Leo, T. (2014). Impact of the Dodd-Frank Act on Credit Ratings. *Journal of Financial Economics (JFE)*, Forthcoming.
- White, L. (2010). Markets: The Credit Rating Agencies. *The Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-226.
- Wolfson, J., et Crawford, C. (2010). Lessons from the current financial crisis: Should credit rating agencies be re-structured? *Journal of Business & Economics Research*, 8(7), 85-91.