



CENTRE PERELMAN  
DE PHILOSOPHIE DU DROIT

**Centre Perelman de Philosophie du Droit**

**Université Libre de Bruxelles**

<http://www.philodroit.be>

**Les agences de notation financière contre les Etats : une lutte  
globale pour le droit à l'issue incertaine**

**Gregory Lewkowicz**

**Série des Workings Papers du Centre Perelman de Philosophie du  
Droit n°2013/02**

### **Comment citer cette étude?**

Gregory Lewkowicz, Les agences de notation financière contre les Etats : une lutte globale pour le droit à l'issue incertaine, Working Papers du Centre Perelman de Philosophie du Droit, 2013/02, <http://www.philodroit.be>

## Les agences de notation financière contre les États : une lutte globale pour le droit à l'issue incertaine

Gregory Lewkowicz<sup>1</sup>

Depuis les années septante, les trois grandes agences de notation financière (*Fitch Ratings*, *Moody's* et *Standard & Poor's*) ont connu une montée en puissance fulgurante qui les a propulsés au rang de régulateur mondial du marché des capitaux. Les États ont apporté leur concours à ce phénomène en intégrant, notamment, le recours obligatoire aux notations de crédit dans leur législation et leur réglementation prudentielle. C'était le bon temps de ce que Tommaso Padoa-Schioppa, ancien président du Comité de Bâle, appelait la « *market-friendly regulation* »<sup>2</sup> fondée sur un équilibre évolutif et une répartition des rôles entre agences de notation financière et pouvoirs publics.

La crise dite des *subprimes* en 2007 et, surtout, celle de la dette souveraine en 2010, ont toutefois marqué un point de rupture significatif. Le torchon brûle en effet entre les États et les agences de notation. Celles-ci sont accusées tantôt de se substituer aux États dans l'établissement et la sanction de normes encadrant le marché obligataire mondial, tantôt d'exercer un contrôle indirect indu sur leur politique budgétaire sans égard pour la mission d'intérêt général qu'ils poursuivent, tantôt encore d'être le fer de lance d'une mondialisation néolibérale injuste, mercantile et peu respectueuse des institutions démocratiques. Bref, les agences joueraient *contre* les États et s'institueraient en juges de leur décision ou indécision politique. Poussés par leurs opinions publiques, les États ont décidé de réagir contre ces pouvoirs concurrents dont Thomas Hobbes n'aurait sans doute pas hésité à qualifier les effets de « *sorcellerie* »<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Chargé de cours au Centre Perelman de Philosophie du Droit de l'Université Libre de Bruxelles et Professeur invité à l'Université de Vienne.

<sup>2</sup> T. Padoa-Schioppa, « Market-Friendly Regulation of Banks : An International Perspective » in D. Duwendag (ed.), *Szenarien der Europäischen Währungsunion und der Bankenregulierung*, Berlin, Dunker&Humblot, 1997, p.117 et s.

<sup>3</sup> Au 17<sup>e</sup> siècle, Hobbes dénombrait au rang des maladies de la République « *la popularité d'un sujet puissant, à moins que la République n'ait de très solides garanties de sa loyauté* » dont l'effet « *peut être assimilée aux effets de la sorcellerie* ». Cette caractérisation du danger s'appliquerait sans doute aujourd'hui, *mutatis mutandis*, aux reproches adressés aux agences de notation. V. Th. Hobbes, *Léviathan : traité de la matière, de la forme et du pouvoir de la république ecclésiastique et civile* (1651), trad. F. Tricaud, Paris, Sirey, 1971, p. 354. Le président de *Fitch Ratings*, dans l'essai qu'il consacre à la défense de l'activité de la notation financière, retrouve ainsi, pour le contester, le langage de la sorcellerie lorsqu'il rend compte de la manière dont sont traitées les agences depuis la crise des *sub-primes*. Elles sont, dit-il, comme « *les sorciers au Moyen Age [...] haïs sans que personne ou presque sache pourquoi* ». F. Ladreit de Lacharrière, *Le droit de noter. Les agences de notation face à la crise*, Paris, Grasset, 2012, p. 85.

Cette réplique s'est traduite par des actions tout azimut visant à affaiblir ou diluer l'emprise des agences de notation, à restreindre la réputation dont elles bénéficient, à superviser leur fonctionnement ou encore à accroître leur responsabilité civile.

Ce bras de fer entre agences de notation et Etats intéresse le philosophe du droit à plusieurs titres. D'aucuns y verront une opportunité pour dénoncer les dérives de la mondialisation, le recul de l'état de droit et de l'Etat providence. Analysant les réactions européennes à la crise financière, Alain Supiot fustigent ainsi le fait qu' « *au lieu de restaurer le gouvernement par les lois, et de fixer des règles propres à juguler la cupidité humaine, les États se sont enfoncés dans la gouvernance par les nombres, érigeant les oracles des agences de notation des dettes souveraines en horizon de l'action publique* »<sup>4</sup>. Sans mettre pour autant leur esprit critique en poche, d'autres considéreront qu'il s'agit là, d'abord, d'une occasion pour mieux comprendre les transformations du droit dans la globalisation, les concurrences normatives auxquelles celles-ci donnent lieu et la manière dont elles nous imposent de remettre sur le métier nos cadres de pensée habituels. Tel sera notre parti au fil de cette étude qui s'inscrit dans la continuité des travaux du Centre Perelman de philosophie du droit consacrés au droit global et de l'approche pragmatique préconisée par l'Ecole de Bruxelles<sup>5</sup>.

Dans cette perspective, nous examinons tout d'abord comment, en dépit de leurs performances incertaines, les agences de notation de crédit sont devenues les chefs d'orchestre du marché mondial des capitaux en raison, à la fois, d'un *contexte* spécifique de dérégulation et de désintermédiation bancaire, et à la fois, d'initiatives privées comme publics qui ont consacré les *ratings* non seulement comme un indicateur de la solvabilité des emprunteurs, mais encore comme une véritable mesure du respect d'une norme mondiale de comportement pour ceux qui – entreprises comme Etats – souhaitent faire certifier leur bonne réputation. La montée en puissance des agences se révèle ainsi être, en même temps, un processus de consolidation normative des déterminants de la notation (I). Cette analyse nous conduit à étudier, deuxièmement, la réplique des Etats du cœur de l'économie mondiale au pouvoir des agences de notation, dont les crises financières et budgétaires ont révélé toute l'ampleur de 2007 à 2011. Celle-ci doit s'interpréter comme la contre-attaque des Etats dans le contexte d'une lutte globale pour le droit dont l'objet est la fixation des standards mondiaux d'accès au marché des capitaux et de la bonne

---

<sup>4</sup> A. Supiot, « Le sommeil dogmatique européen », *Revue française des affaires sociales*, vol. 1, 2012, p. 195.

<sup>5</sup> Sur l'Ecole de Bruxelles, v. not. B. Frydman, « Perelman et les juristes de l'Ecole de Bruxelles » in B. Frydman, M. Meyer, *Chaim Perelman (1912-2012). De la nouvelle rhétorique à la logique juridique*, Paris, PUF, 2012, p. 229 et s. Sur les travaux du Centre Perelman consacrés au droit global, v. B. Frydman, « Comment penser le droit global ? », in J.-Y. Chérot et B. Frydman (dir.), *La science du droit dans la globalisation*, Bruylant, 2012, p. 17 et s. ainsi que G. Lewkowicz, « Repenser le droit à l'échelle du monde : les propositions de l'Ecole de Bruxelles », *Working Paper du Centre Perelman de Philosophie du Droit*, 2013 disponible en ligne à l'adresse <http://www.philodroit.be>.

gouvernance économique et budgétaire ainsi que, peut-être plus généralement, la réponse à la question de savoir qui, des Etats ou des marchés, contrôle l'autre. L'examen de ces réactions ne nous permet certainement pas de conclure à la victoire d'une partie, d'autant que les agences de notation entendent bien ne pas se laisser faire. Elle nous permet toutefois de dégager plusieurs scénarios dont le moins vraisemblable n'est pas que les agences de notation sortent renforcées de cette confrontation (II). Dans un troisième et dernier temps, nous concluons cette étude en indiquant ce que l'histoire de la montée en puissance des agences de notation de crédit, et de la lutte globale pour le droit à laquelle elle donne lieu, est susceptible de nous apprendre sur la manière dont se fabrique la norme dans une société mondialisée sans organe centralisé de production et d'application du droit et sur ce que nous appelons, plus généralement, le droit global (III).

### **I. La montée en puissance des agences de notation : le succès d'une *failure story*, la stabilisation d'une norme**

La montée en puissance des agences de notation de crédit se présente comme une énigme. Etudiant leur préhistoire et leurs performances dans l'entre-deux-guerres, les historiens soulignent volontiers que, compte tenu de leur capacité à prédire les crises, la consécration des agences de notation de crédit aux Etats-Unis relève quasiment du hasard<sup>6</sup>. L'histoire de la pratique des agences au niveau mondial et de ses critiques, depuis la crise asiatique de 1997 jusqu'à la fin de l'année 2010, ne semble pas devoir remettre en cause ce diagnostic de l'histoire financière.

Dans le cadre de la crise asiatique, les agences ont ainsi été critiquées pour l'effet procyclique de leurs notations<sup>7</sup>, *Moody's* et *Standard & Poor's* dégradant par exemple, à l'automne 1997, la Corée du Sud de six à dix crans en l'espace de seulement deux mois. En 1999 puis en 2001, ce sont les évolutions inadéquates des notations souveraines accordées au Brésil puis à l'Argentine qui feront l'objet de critiques sévères, en particulier dans le cas argentin qui devait se solder par le défaut souverain le plus important de l'histoire moderne estimé à quelques 94 milliards de dollars<sup>8</sup>. Les agences de notation étaient ensuite mises sur la sellette pour leur imprévoyance dans le cadre de la débâcle, aux Etats-Unis, des sociétés Enron en 2001 et Worldcom en 2002 et, en Europe, de la société italienne Parmalat en 2003, auxquelles elles ont

---

<sup>6</sup> V. not. M. Flandreau, N. Gaillard et F. Packer, "To err is human: US rating agencies and the interwar foreign government debt crisis", *European Review of Economic History*, 15, 3, 2011, p. 495 et s. ainsi que K. Oosterlinck, "Rôle et nécessité des agences de notation: une perspective historique" dans le présent volume.

<sup>7</sup> V. l'analyse détaillée dans G. Ferri, L.-G. Lui et J.E. Stiglitz, "The procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis", *Economic Notes. Review of Banking, Finance and Monetary Economics*, 28, 3, 1999, p. 335 et s.

<sup>8</sup> V. E.L. Miotti, S. Prat et E. Torija-Zane, « Notation des émergents et fondamentaux. Des divergences dangereuses », *Revue Economique*, 63, 5, 2012, spéc. p. 899 et s.

conservé une note de la catégorie investissement (*investment grade*) jusqu'à quelques jours précédents leur faillite<sup>9</sup>. En 2005, ce sont les réactions des agences au défaut souverain vénézuélien qui laissent perplexe alors que les trois grandes révisent leur notation à la hausse la veille du défaut<sup>10</sup>. Enfin, l'incapacité et parfois le manque de volonté coupable<sup>11</sup> des agences de notation à refléter dans leurs *ratings* l'écroulement du marché des produits structurés<sup>12</sup>, donnant lieu à la crise des *subprimes*, semblait devoir sanctionner une véritable *failure story* des agences de notation de crédit<sup>13</sup>.

La première décennie du 21<sup>e</sup> siècle n'a pourtant pas conduit à l'effondrement des agences de notation. Au contraire, cette *failure story* est plutôt positive pour les trois grandes qui se partagent entre elles plus de 90% du marché mondial de la notation<sup>14</sup>. Quelques chiffres suffisent à s'en convaincre. Entre 1998 et 2005, le chiffre d'affaire cumulé des trois principales agences de notation passe d'un peu moins de 1,5 milliard à un peu plus de 4 milliards de dollars, soit une croissance moyenne de plus de 17 pourcents par an<sup>15</sup>. En 2007, il s'établissait à plus de 6 milliards<sup>16</sup>. Encore en 2011, malgré la crise mondiale, le chiffre d'affaire cumulé des trois grandes était supérieur à 4,7 milliards de dollars<sup>17</sup>. Cette évolution du chiffre d'affaire traduit une augmentation du nombre d'entités notées. Ainsi, alors que *Moody's* notait en 1997 à peine plus de 2000 émetteurs *corporate*, elle en notait plus de 5000 en 2009<sup>18</sup>. Entre juin 2007 et juin 2008, les trois grandes produisaient ensemble, tout émetteur confondu, 2.595.320 notations par an. Elles en émettaient encore 2.518.014 au cours de l'année civile 2011 malgré l'effondrement des marchés<sup>19</sup>. L'évolution du nombre d'Etats soumis à la

---

<sup>9</sup> V. *inter alia* H. Langohr et P. Langohr, *The Rating Agencies and their Credit Ratings: What They Are, How They Work and Why They Are Relevant*, Chichester, Wiley, 2008, p. 14.

<sup>10</sup> V. N. Gaillard, *A Century of Sovereign Ratings*, New York/Londres, Springer, 2011, p. 138. Pour une analyse critique de la notation souveraine et de ses effets, v. également N. Mora, « Sovereign Credit Ratings: Guilty Beyond Reasonable Doubt? », *Journal of Banking & Finance*, 30, 7, 2006, p. 2041 et s.

<sup>11</sup> Sur les conflits d'intérêts avérés des trois grandes agences de notation dans le cadre de la notion des produits structurés, v. le rapport accablant de la commission d'enquête du sénat américain. U.S. Senate, *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, Permanent Subcommittee on Investigations, Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, 13 avril 2011.

<sup>12</sup> Qui devait emporter dans son sillage, en septembre 2008, la banque d'investissement *Lehman Brothers*, pourtant longtemps jugée trop grande pour faillir.

<sup>13</sup> Pour une analyse détaillée des critiques adressées aux agences de notation de crédit, v. not. C.A. Frost, "Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22, 3, 2007, p. 469 et s.

<sup>14</sup> V. J. Wolfson, C. Crawford, "Lessons from The Current Financial Crisis: Should Credit Rating Agencies Be Re-Structured?", *Journal of Business and Economics Research*, 8, 7, 2010, p. 85 et s.

<sup>15</sup> H. Langohr et P. Langohr, *op.cit.*, p. 388.

<sup>16</sup> U.S. Senate, *op.cit.*, p. 31.

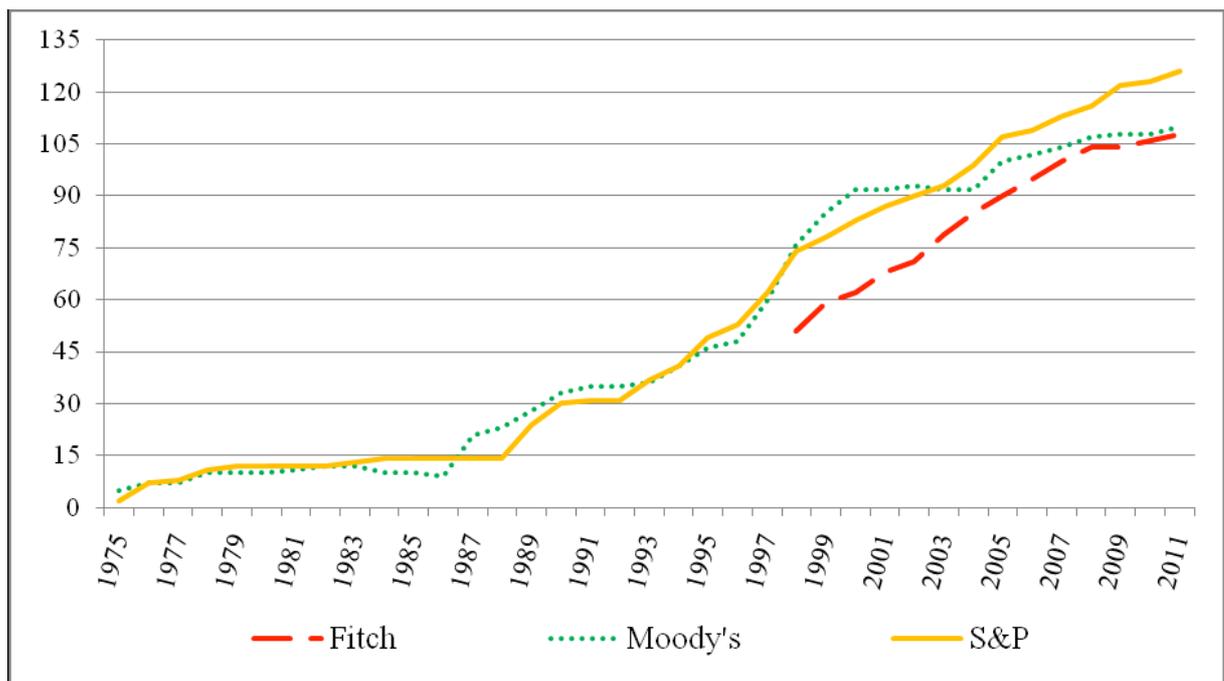
<sup>17</sup> N. Gaillard, *Remettre la notation financière à sa juste place*, Paris, Institut Montaigne, juillet 2012, p. 13.

<sup>18</sup> *Ibidem*, p. 11.

<sup>19</sup> Ces données sont calculées sur la base des rapports annuels de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) américaine. SEC, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating*

notation souveraine est encore plus saisissante. Ainsi, si l'agence *Standard & Poor's*, qui s'est fait une spécialité de la notation des souverains, notait seulement une cinquantaine d'Etats en 1997, elle en notait, à elle seule, 126 sur les 193 reconnus par les Nations Unies en 2011. *Fitch Ratings* et *Moody's* connaissent une évolution semblable comme en témoigne le graphique reproduit ci-après.

### Nombre de souverains notés par les trois principales agences de notation



Source: N. Gaillard, *A Century of Sovereign Ratings*, New York/Londres, Springer, 2011, p. 10.

#### a) La dynamique de consécration mondiale des notations financières

Le contraste entre le renforcement mondial de la position des trois grandes et leurs échecs répétés est saisissant. De toute évidence, leur montée en puissance n'est pas l'expression de la qualité supérieure de leur analyse du risque de défaut. Elle n'est pas non plus le fruit d'une décision délibérée des régulateurs prudents ou des pouvoirs publics. Sur un plan fondamental, la consécration des agences de notation est d'abord et avant tout, comme le souligne B. Frydman, le résultat d'un *contexte* particulier, marqué par le mouvement mondial de dérégulation financière et de désintermédiation bancaire, qui détermine une logique d'ensemble<sup>20</sup>. Lorsque les institutions bancaires cessent de jouer leur rôle d'intermédiaire entre les prêteurs et les emprunteurs, elles ne

*Organizations*, Washington D.C., Juin 2008, p. 35; SEC, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, Washington D.C., décembre 2012, p. 6.

<sup>20</sup> V. la belle et convaincante démonstration de B. Frydman, « Le pouvoir normatif des agences de notation » dans le présent volume.

réalisent plus, pour le compte des investisseurs, d'évaluation du risque de solvabilité. Ceux-ci se trouvent alors confrontés directement à l'infinie variété des produits financiers et des demandeurs, privés comme publics, sur un marché des capitaux mondialisé. Incapables d'évaluer eux-mêmes la solvabilité des émetteurs, pour des raisons tenant tant aux coûts qu'à la complexité des produits en circulation, les investisseurs devaient trouver un nouveau standard pour s'orienter. Les agences de notation étaient là, presque par hasard, bénéficiant d'une longue expérience sur le marché américain, et proposaient un indicateur synthétique, simple, lisible et comparable qui pouvait fonctionner comme une règle d'investissement à l'achat comme à la vente : la note de crédit. En un sens, peu importait la qualité intrinsèque de l'indicateur tant il est vrai que, dans l'incertitude, une norme, même mauvaise, vaut mieux que pas de norme du tout<sup>21</sup>. L'espace laissé vacant par les banques et les règles prudentielles des Etats était ainsi, la nature sociale ayant horreur du vide normatif, comblé par une norme nouvelle d'origine privée et soumise à peu ou pas de contrôle<sup>22</sup>. Comme le résumait d'une phrase le président de *Fitch Ratings* lors de son audition par le Sénat français en 2012 : « *moins les banques ont d'importance, plus le recours aux agences de notation augmente* »<sup>23</sup>.

Ainsi, en matière financière comme en d'autres, le contexte prédétermine largement la forme et la nature de la norme qui parviendra à s'imposer en s'enchantant dans les structures et les mécanismes existants. Les notations des agences ne font pas exception et leur consécration est le résultat d'une situation singulière. Toutefois, à l'instar d'autres standards globaux qui se sont développés dans des secteurs particulièrement affectés par la globalisation tels que ceux relatifs au contrôle des contenus sur Internet<sup>24</sup> ou à la responsabilité sociale des entreprises transnationales<sup>25</sup>,

---

<sup>21</sup> Lire sur ce sujet la belle réflexion proposée dans B.G. Carruthers, « From Uncertainty Toward Risk: The Case of Credit Ratings », *Socio-Economic Review*, à paraître en 2013.

<sup>22</sup> Dans le même sens, Herwig et Patricia Langohr expliquent la montée en puissance des agences de notation en indiquant « *there was thus a gap in the market for credit analysis. The commercial and investment banks had no business reasons to incur the costs of credit analysis for bonds. The CRAs filled the gap, incurred the costs and passed them on to the issuers. Since issuers were already used to incurring costs on credits granted and funded by commercial banks – either explicitly as commissions or provision income related to the loan, or implicitly as part of the commercial margin in the rate of interest charged on the loan – this did not mark a major change in the cost of obtaining funding* ». H. Langohr et P. Langohr, *op.cit.*, p. 379.

<sup>23</sup> Audition de M. Marc Ladreit de Lacharrière, président de FIMALAC, premier actionnaire et président de Fitch, *Sénat français. Mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation*, mercredi 9 mai 2012.

<sup>24</sup> V. B. Frydman et I. Rorive, « Regulating Internet Content Through Intermediaries in Europe and in the U.S.A. », *Zeitschrift für Rechtssoziologie*, 23, 1, 2002, p. 41 et s. ainsi que B. Frydman, L. Hennebel et G. Lewkowicz, « Co-regulation and the Rule of Law » in E. Brousseau, M. Marzouki et C. Meadel, (ed.), *Governance, Regulations and Powers on the Internet*, Cambridge, Cambridge University Press, 2012, p. 133-150.

<sup>25</sup> L. Hennebel et G. Lewkowicz, « Corégulation et responsabilité sociale des entreprises » in T. Berns et al., *Responsabilités des entreprises et corégulation*, Bruxelles, Bruylant, 2007, p. 147 et s. ; L.

les notations de crédit ont également bénéficié d'un ensemble d'instruments et d'initiatives, privés comme publics, qui ont été autant de vecteurs de leur diffusion et du renforcement de leur rôle.

Premièrement, les notations de crédit ont été directement utilisées par les acteurs du marché. Elles ont ainsi été largement intégrées dans les politiques d'investissement des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ainsi que dans les mandats de gestion de portefeuille pour compte de tiers afin de définir le niveau de risque des investissements<sup>26</sup>. Cette utilisation privée des notations de crédit est, contrairement à ce qu'on avance souvent, largement antérieure à toute obligation imposée par les pouvoirs publics<sup>27</sup>. Elle contribue à les inscrire profondément dans le fonctionnement des marchés tout en conférant à leur dégradation des effets en cascade. Ceci est particulièrement vrai dans le cas des clauses dites « *rating triggers* ». Ces clauses contingentes, intégrées dans les contrats d'émission obligataire ou dans les accords de financement bancaire, indexent les conditions de taux d'intérêt ou de remboursement du principal sur l'évolution de la notation financière. Une dégradation de celle-ci au-dessous d'un seuil fixé contractuellement déclenche une augmentation du coût du coupon ou d'un emprunt, la fermeture d'une ligne de crédit ou encore un remboursement anticipé du principal<sup>28</sup>. Le recours intensif à ces clauses par les investisseurs, non seulement accentue l'effet automatique de l'évolution des notations sur les marchés, mais induit également dans le processus de notation lui-même une dimension autoréférentielle<sup>29</sup>, les agences devant intégrer les effets de l'évolution de leur propre notation sur les clauses contingentes inscrites au passif du bilan des entités soumises à réexamen<sup>30</sup>. Enfin, l'emprise des notes de crédit a également été renforcée par leur intégration dans des logiciels de gestion du risque utilisés par les investisseurs et les institutions bancaires. Ces logiciels, qui se sont remarquablement développés dans le secteur financier depuis les années 2000,

---

Hennebel et G. Lewkowicz, « La contractualisation des droits de l'homme : de la pratique à la théorie du pluralisme juridique et politique » in G. Lewkowicz et M. Xifaras (ed.), *Repenser le contrat*, Paris Dalloz, 2009, p. 221 et s. V. plus généralement sur le rôle et la fonction des codes de conduite dans ce cadre, B. Frydman et G. Lewkowicz, « Les codes de conduite : source du droit global ? » in I. Hachez et al. (ed.), *Les sources du droit revisitées : normativités concurrentes*, Bruxelles, Anthémis, 2012, p. 179 et s.

<sup>26</sup> V. not. H. Langohr et P. Langohr, *op.cit.*, p. 104 et s.

<sup>27</sup> V. F. Partnoy, « Historical Perspectives on the Financial Crisis: Ivar Kreuger, the Credit-Rating Agencies, and Two Theories about the Function, and Dysfunction, of Markets », *Yale Journal on Regulation*, 26, 2009, p.431 et s.

<sup>28</sup> Pour une présentation générale de ces clauses, v. S. Lévy, « Le développement des clauses contingentes : état des lieux et implications pour la stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*, 1, nov. 2002, p. 103 et s.

<sup>29</sup> Pour une réflexion plus générale sur la dimension autoréférentielle de la pratique des agences, v. J.-M. Gollier, « Le courage de la vérité dans un monde mimétique » dans le présent volume.

<sup>30</sup> V. S. Lévy, *op.cit.* ainsi que, extensivement, F. Parmeggiani, « Rating triggers, market risk and the need for more regulation », *NYU Hauser Global Law School Research Paper*, 30 juin 2012.

évaluent les risques financiers en lieu et place d'un expert, voir automatisent la totalité du processus de décision d'investissement<sup>31</sup>. Lorsque les notes de crédit sont un paramètre essentiel des modèles qu'ils mettent en œuvre, comme c'est le cas par exemple du logiciel *Creditmanager* qui implémente la méthode d'évaluation *Creditmetrics* développée par la banque J.P. Morgan<sup>32</sup>, les notations financières deviennent un déterminant routinier puissant du fonctionnement des marchés.

Deuxièmement, outre la pratique des investisseurs, la montée en puissance des agences de notation a également bénéficié de l'intégration des notations de crédit dans la législation et la réglementation prudentielle des Etats. Cet aspect de la question est bien connu et a fait l'objet de nombreuses études qui nous dispensent de nous y arrêter longuement<sup>33</sup>. Aux quatre coins du monde, les pouvoirs publics, Etats-Unis en tête, ont largement fait référence aux notations de crédit dans les règles qu'ils imposent aux acteurs du marché en termes de restriction d'investissement, d'obligation de réserve en capital et d'exigence en matière de divulgation d'information. Ils ont ainsi confié aux agences ce que F. Partnoy a appelé une « licence de régulation » (*regulatory license*), c'est-à-dire, « les droits de propriété associés à la capacité pour une entité privée de déterminer, en lieu et place d'un régulateur, les effets substantiels d'une règle juridique »<sup>34</sup>. Les accords de Bâle II qui prévoyaient, selon la méthode dite standard, un système de pondération des besoins en fonds propres des banques en fonction de la qualité des débiteurs telle qu'évaluée par les notations de crédit, constituent l'exemple paradigmatique de cette licence confiée aux agences de notation financière<sup>35</sup>. En consacrant une véritable dépendance réglementaire aux notations, les pouvoirs publics ont ainsi renforcé leur autorité, conféré au jugement des agences un

---

<sup>31</sup> L'impact sur les marchés, et plus généralement sur la société, des technologies qui automatisent l'évaluation du risque est relativement peu étudié. Il est en particulier méconnu des juristes alors même que ces technologies ont parfois un effet significatif sur l'interprétation par les acteurs de dispositions réglementaires. V. sur ce point l'étude fouillée de K.A. Bamberger, « Technologies of Compliance : Risk and Regulation in a Digital Age », *Texas Law Review*, 88, 2010, p. 669 et s., spéc. p. 717 et s. pour les applications dans le domaine financier, ainsi que J. Grimmelmann, « Regulation by Software », *Yale Law Journal*, 114, 2005, p. 1719 et s.

<sup>32</sup> Sur cette méthode et sa dépendance aux notes de crédit, v. N. Pamela, W. Perraudin et S. Varotto, « Ratings-based credit risk modelling: An empirical analysis », *International Review of Financial Analysis*, 16, 2007, p. 434 et s.

<sup>33</sup> V. *inter alia* Joint Forum, *Stocktaking on the Use of Credit Ratings*, Bâle, Bank for International Settlements, 15 juin 2009; SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, Washington D.C., janvier 2003; H. Langohr et P. Langohr, *op.cit.*, p. 429 et s.; A. Hublet, « Le paradigme d'un paradoxe: la délégation de compétences aux agences de notation par les Etats en l'absence d'un contrôle réglementaire » dans le présent volume. Notons que le secteur financier est coutumier de cette forme de récupération par les régulateurs des normes développées par le marché. V. sur ce point J.R. Macey, « The Regulator Effect in Financial Regulation », *Cornell Law Review*, 98, 2013, p. 591 et s.

<sup>34</sup> F. Partnoy, « The Siskel and Ebert of Financial Markets? : Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies », *Washington University Law Quarterly*, 77, 1999, p. 622 (notre traduction).

<sup>35</sup> V. Basel Committee on Banking Supervision, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*, Bâle, Bank for International Settlements, Juin 2006.

caractère juridiquement contraignant et contribué à faire des *ratings* un point de mire inévitable pour les investisseurs ainsi que, par ricochet, pour les émetteurs.

Troisièmement, la stabilisation des *ratings* comme un indicateur de référence au niveau mondial a tiré profit du supplément d'autorité que leur a conféré la soumission volontaire et croissante des pouvoirs publics à la notation. La recherche d'une notation souveraine par les Etats est évidemment stimulée par leur tendance, s'inscrivant dans un mouvement général et particulièrement marqué depuis les années '80, à se financer directement sur les marchés obligataires afin d'attirer des capitaux moins onéreux, au risque de devenir des débiteurs comme les autres<sup>36</sup>. Toutefois, dans le domaine de la notation souveraine, la montée en puissance des agences de notation a également pu compter sur d'autres leviers.

Tout d'abord, elle s'est appuyée sur la demande en capitaux des entreprises exerçant leurs activités sur le territoire des Etats. En effet, même lorsqu'un souverain n'envisage pas d'émettre lui-même des titres de dette publique, il est fortement incité à se soumettre au jugement des agences afin de faciliter l'accès des émetteurs sous sa juridiction au marché international des capitaux. Il s'agit même d'une condition *sine qua non*, la note souveraine<sup>37</sup> constituant le plus souvent la note maximum attribuée aux émetteurs obligataires d'un Etat<sup>38</sup>. Le développement de la notation souveraine a également bénéficié d'un certain nombre d'initiatives prises au titre de l'aide publique au développement. Ainsi, le département d'Etat américain a conclu en 2002 un partenariat avec *Fitch Ratings* afin de donner accès aux précieuses notes à quinze Etats d'Afrique subsaharienne<sup>39</sup>. En 2003, le Programme des Nations Unies pour le Développement (PNUD) initiait un partenariat similaire avec *Standard & Poor's*<sup>40</sup>. Comme l'expliquait le PNUD en 2002, ce programme devait apporter à ces Etats « une assistance technique et financière pour négocier avec les agences de notation et pour surveiller avec succès leurs indicateurs de performance »<sup>41</sup>. Ensemble, ces deux initiatives ont conduit quelques 25 Etats africains à obtenir une note. Ce type de

---

<sup>36</sup> V. N. Gaillard, « La notation souveraine », *Politique étrangère*, 1, 2012, p. 55.

<sup>37</sup> Ou plus précisément, dans ce cas, le « *risque pays* » dont l'évaluation diffère légèrement de celui du « *risque souverain* ».

<sup>38</sup> N. Gaillard, « La notation souveraine », *op.cit.*, p. 59 ; H. Langohr et P. Langohr, *op.cit.*, p. 135. Pour une analyse détaillée, v. E. Borensztein, K. Cowan et P. Valenzuela, "Sovereign Ceilings 'Lite'? The Impact of Sovereign Ratings on Corporate Ratings in Emerging Market Economies", *IMF Working Paper*, WP/07/75, avril 2007.

<sup>39</sup> N. Gaillard, *A Century of Sovereign Ratings*, *op.cit.*, p. 9.

<sup>40</sup> Sur ce programme du PNUD, voir l'analyse très critique de A. Mühlen-Schulte, « Full Faith in Credit? The Power of Numbers in Rating Frontier Sovereigns and the Global Governance of Development by the UNDP », *Journal of International Relations and Development*, 15, 2012, p. 466 et s.

<sup>41</sup> Z. Diabré, "Partnership with the private sector for financing Africa's growth through NEPAD", *Statement in Dakar*, 15 avril 2002, p. 3 cité dans H. Langohr et P. Langohr, *op.cit.*, p. 136 (notre traduction).

programme d'aide publique à la notation souveraine élargit évidemment significativement le champ d'action des agences en permettant aux Etats, qui ne sont ni suffisamment développés pour bénéficier de la gratuité de la notation, ni suffisamment riche pour se l'offrir<sup>42</sup>, de recevoir eux aussi un *rating* susceptible de leur ouvrir, qui sait, les portes du marché mondial des capitaux.

A la lumière de ces développements, on comprend sans doute mieux comment, indépendamment de leur performance, les agences de notation financière et leurs notes, favorisées par un appel d'air normatif provoqué par la dérégulation financière et la désintermédiation bancaire, ont été poussées dans le dos par les pratiques de marché, leur consécration par les règles établies par les pouvoirs publics et la généralisation de la notation des souverains. On comprend également mieux que la montée en puissance des agences de notation n'est pas le fait d'un plan organisé, coordonné et décidé d'en haut. Elle est plutôt le fruit, dans un contexte particulier, de la pratique répétée des acteurs et de l'effet combiné d'instruments variés – qui vont des politiques d'investissement des OPCVM aux aides publiques à la notation souveraine en passant par le *ratio* de solvabilité bancaire et les clauses de *rating triggers* – qui ont concouru ensemble, souvent à l'insu des acteurs eux-mêmes, à un processus de consolidation normative, ou d'institutionnalisation, faisant de la notation de crédit un véritable standard global. On mesure peut-être moins à quel point ce processus, en consacrant les *ratings*, en modifie la nature.

### **b) Quand noter, c'est normer**

En raison de leur succès, les notations de crédit sont en effet devenues plus qu'une simple évaluation du risque de défaut d'un émetteur et qu'un indicateur pour les investisseurs. Du point de vue des émetteurs, elles ont été identifiées à un véritable label de qualité, à un certificat de bonne gouvernance, une preuve d'intégration dans la société mondiale dont la sanction est, ultimement, financière. Un article publié dans le *Financial Times* en octobre 1996, relatant la réaction du ministre égyptien de l'économie à la notation souveraine de l'Egypte par *Moody's* au niveau Ba2, est de ce point de vue révélateur. Vilipendant un résultat qu'il juge insatisfaisant, le ministre indique que « *c'est toujours mieux que pas de notation du tout* ». Le représentant du Fonds Monétaire International sur place, interviewé quelques lignes plus bas, souligne, pour sa part, que « *avoir une notation per se est important, car cela signale l'engagement de l'Egypte à s'intégrer dans l'économie mondiale et sa volonté d'observer ses règles* »<sup>43</sup>. Ces deux points de vue trahissent bien le sens pris par les *ratings* lorsqu'on veut bien les observer du point de vue de ceux qui sont soumis à la

---

<sup>42</sup> Pour la liste des Etats dispensés de rémunérer les agences pour leur notation, v. N. Gaillard, « La notation souveraine », *op.cit.*, p. 59.

<sup>43</sup> « Egypt challenges Moody's debt rating Ba2 level 'does not reflect true potential' », *Financial Times*, 23 octobre 1996.

notation. Pour ceux-là, la note sanctionne à la fois l'appartenance à une classe, en l'occurrence celle de l'économie mondiale, et le respect d'un standard de comportement, plus ou moins bien défini, qui fait l'objet de l'évaluation.

Cette fonction prescriptive des notations est bien identifiée, et de longue date, par les acteurs privés des marchés obligataires. Les entreprises allemandes ont ainsi longtemps évité de se soumettre au jugement des trois grandes parce qu'elles craignaient d'être évaluées en fonction des standards de *corporate governance* américains, sans qu'il soit tenu compte des spécificités du système allemand organisé autour du principe de la cogestion<sup>44</sup>. Dans le domaine de l'ingénierie financière, la préférence des agences pour les instruments juridiques de *common law* – qui se solde notamment par un biais défavorable équivalent à une position dans l'échelle de notation pour les produits recourant au droit français<sup>45</sup> – a quant à elle renforcé le tropisme anglo-américain dans le choix des instruments juridiques mobilisés par les acteurs pour mettre au point de nouveaux véhicules de titrisation. Véritables autorités épistémiques, les agences de notation conduisent ainsi les conduites des grandes entreprises et de l'industrie financière en leur « suggérant » d'adopter certaines structures ou certaines stratégies, si elles souhaitent du moins passer avec succès leurs examens<sup>46</sup>.

Cette nature prescriptive des notations financières a également été identifiée rapidement par les institutions financières internationales. Herwig et Patricia Langohr relèvent ainsi qu'à la fin des années '90 le Fond Monétaire International (FMI) et la Banque Mondiale (BM) ont commencé à percevoir la notation financière, en particulier la notation souveraine, comme un instrument favorable à la bonne gouvernance et à la réforme des institutions publiques<sup>47</sup>. En 2010, David Beers, alors responsable de la notation souveraine chez *Standard & Poor's*, était d'ailleurs invité à la réunion annuelle du FMI et de la BM pour faire rapport sur la notation des souverains. Il soulignait alors que la croissance de ce secteur d'activité était principalement tirée par des Etats qui s'engageaient dans un processus de notation, non pas parce qu'ils envisageaient d'émettre de la dette publique, mais parce que « *les ratings, et les recherches qu'ils présupposent, jouent également un rôle important*

---

<sup>44</sup> D. Kerwer, "Standardizing as Governance: the Case of Credit Rating Agencies", *op.cit.*, p. 14.

<sup>45</sup> P. Froté, « La prise en compte du droit des défaillances d'entreprises par les agences de notation » in B. Du Marais (ed.), *Agences de notation, immobilier et contrats publics. Contributions sur l'attractivité économique du droit*, Paris, La documentation française, 2007, p. 94 et s.

<sup>46</sup> Sur ce tropisme anglo-américain dans le domaine financier en général, v. not. G. Vanel, « La normalisation financière internationale face à l'émergence de nouvelles autorités épistémiques américaines: le cas de la filière des chiffres », *Revue de la régulation*, 3/4, 2008, disponible en ligne à l'adresse <http://regulation.revues.org/4443>.

<sup>47</sup> H. Langohr, P. Langohr, *op.cit.*, p. 135 et s.

pour favoriser une plus grande transparence financière du secteur public »<sup>48</sup>. Selon D. Beers, d'autres Etats considéraient encore, comme le Chili ou la Lybie, que la notation souveraine était une sorte de « *benchmark* »<sup>49</sup> mondial pertinent à de nombreux égards et non pas uniquement pour attirer des investissements. Lorsque des acteurs se soumettent ainsi à un dispositif d'évaluation dans un but qui dépasse de loin celui pour lequel il avait été créé, soit ils lui confèrent une fonction normative nouvelle, soit ils percent au jour sa véritable nature, ce qui pragmatiquement revient au même.

Cet aspect des notations de crédit révèle clairement ce que B. Frydman appelle « *le pouvoir normatif* » des agences<sup>50</sup>, ce que T. Sinclair a appelé leur « *cadre mental* »<sup>51</sup> ou encore ce que D. Kerwer nomme la fonction de standardisation des agences de notation<sup>52</sup>. Toute notation produit évidemment, jusqu'à un certain point, pour celui qui est noté, et en particulier lorsqu'elle a une incidence tangible sur lui, des effets de conformité à ce qu'il s'imagine être la martingale assurant une bonne évaluation, c'est-à-dire, à la norme de comportement que la note charrie<sup>53</sup>. Ces fameuses « *règles* », qu'évoquait le représentant du FMI en Egypte, sont toutefois particulièrement puissantes lorsqu'elles sont véhiculées par un instrument comme les notations de crédit qui sont non seulement devenues une référence mondiale, ce que les acteurs du marché en ont fait<sup>54</sup>, et qu'elles sont attribuées selon des critères relativement identiques par les évaluateurs, ce à quoi pourvoit l'oligopole tenace des trois principales agences<sup>55</sup>.

Cette fonction prescriptive des notations est plus tangible, et sans doute plus déconcertante, dans le cas des Etats dont les agences ne prétendent pas seulement mesurer la capacité financière, mais également la *volonté* d'assurer leur service de la dette. Pour s'acquitter de cette mission qui s'apparente à celle de sonder les cœurs et les reins, le processus de notation des souverains évalue nécessairement une série de

---

<sup>48</sup> D. Beers, "The Future Of Sovereign Credit Ratings", *Annual Meetings of the World Bank and the International Monetary Fund*, 8 octobre 2010, p. 1.

<sup>49</sup> *Ibidem*, p. 2.

<sup>50</sup> B. Frydman, « Le pouvoir normatif des agences de notation » dans le présent volume.

<sup>51</sup> T. Sinclair, *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Ithaca, Cornell University Press, 2005, p. 71. V. également T. Sinclair, "The Infrastructure of Global Governance: Quasi-Regulatory Mechanisms and the New Global Finance", *Global Governance*, 7, 4, 2001, p. 441 et s.

<sup>52</sup> D. Kerwer, "Standardizing as Governance: the Case of Credit Rating Agencies", Max-Planck-Projektgruppe Recht der Gemeinschaftsgüter, mars 2001 disponible en ligne à l'adresse [http://www.mpp-rdg.mpg.de/pdf\\_dat/001\\_3.pdf](http://www.mpp-rdg.mpg.de/pdf_dat/001_3.pdf).

<sup>53</sup> Sur cette « réactivité » sociale à la mesure, v. l'étude transversale éclairante de W.N. Espeland et M. Sauder, « Rankings and Reactivity: How Public Measures Recreate Social Worlds », *American Journal of Sociology*, 113, 1, 2007, p. 1 et s.

<sup>54</sup> V. *supra*.

<sup>55</sup> Sur ce point v. B. Colmant, « Structure oligopolistique des agences de notation : considérations accessoires » dans le présent volume.

paramètres directement politiques. Comme l'écrivait *Fitch Ratings* en 2002 dans un style inimitable : « *la notation souveraine dépend plus de l'art de l'économie politique que de la science de l'économétrie. Elle dépend du jugement mesuré d'analystes expérimentés sur la durabilité des politiques et les valeurs des hommes politiques, autant que d'une évaluation intransigeante des perspectives du potentiel d'une nation à l'exportation* »<sup>56</sup>. Autrement dit, à côté des données économiques, les agences de notation évaluent également de manière globale la qualité des politiques, des institutions publiques et des systèmes juridiques des Etats, en leur attribuant un score politique. De même que les présupposés des modèles d'analyse économique qu'elles mettent en œuvre définissent en creux les critères de la bonne gestion financière et budgétaire, les paramètres de ce score politique dessinent, par contraste, tout un programme.

Il s'agit par exemple pour *Standard & Poor's* d'évaluer « *l'effectivité, la stabilité et la prédictibilité* » des institutions politiques et, notamment, la « *capacité et la volonté de mettre en œuvre des réformes pour assurer des finances publiques soutenables sur le long terme* », en particulier, en matière de « *soins de santé et de politique des pensions* »<sup>57</sup>. Il s'agit pour *Moody's* de mesurer les éléments institutionnels garantissant la solidité de la protection « *des droits de propriété* » ou de « *la transparence politique* » qui conduisent « *au respect des contrats* »<sup>58</sup> ou encore, pour *Fitch Ratings*, d'évaluer rien de moins que le « *respect de l'état de droit et des droits de propriété* », « *la légitimité du régime politique* » ainsi que la volonté de l'Etat de respecter les règles « *conditionnels de financement du FMI et d'autres institutions financières internationales* »<sup>59</sup>. Dans cet exercice périlleux, les agences ne sont pas seules. Elles peuvent s'appuyer sur une série d'informations et d'indicateurs, produits par d'autres organismes, qui partagent avec elles un même air de famille ou un même paradigme : celui d'évaluer par un indicateur composite simple, et si possible en un chiffre, des réalités sociales, juridiques et politiques complexes. Les trois grandes utilisent ainsi les *indicateurs mondiaux de la gouvernance* de la BM, en particulier, les indicateurs « *rule of law* » et « *government effectiveness* »<sup>60</sup>. Elles intègrent également à leurs analyses les *indicateurs de développement humain* du PNUD ou le classement *Doing Business* initié par la BM<sup>61</sup>. *Standard & Poor's* déclare même faire

---

<sup>56</sup> Fitch IBCA, *Sovereign Ratings: Rating Methodology*, 2002, p. 3-4 (notre traduction).

<sup>57</sup> Standard & Poor's, *Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions*, 30 juin 2012, respectivement p. 10, p. 11 et p. 13 (notre traduction).

<sup>58</sup> Moody's, *Rating Methodology: Sovereign Bond Ratings*, septembre 2008, p. 4 (notre traduction).

<sup>59</sup> Fitch Ratings, *Sovereign Rating Criteria*, 13 août 2012, respectivement p. 9 et p. 10 (notre traduction).

<sup>60</sup> Standard & Poor's, *Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions*, *op.cit.*, p. 12-13; Moody's, *Rating Methodology: Sovereign Bond Ratings*, *op.cit.*, p. 9; Fitch Ratings, *Sovereign Rating Criteria*, *op.cit.*, p. 9 et p. 17.

<sup>61</sup> Standard & Poor's, *id.*; Fitch Ratings, *id.*

usage de l'indice de perception de la corruption développé par l'organisation non gouvernementale *Transparency International*<sup>62</sup>.

Cet usage d'indicateurs variés, dont la méthodologie ne manque pas d'être régulièrement critiquée<sup>63</sup>, ne signale certainement pas une conspiration organisée au niveau mondial pour promouvoir une politique spécifique. A l'instar des notations financières, la première qualité de ces indicateurs est leur existence, leur disponibilité et l'autorité de ceux qui les produisent. Cherchant à évaluer des aspects qui dépassent de loin le cœur de leurs compétences, les agences ne pouvaient, en un sens, que s'en remettre à eux. Néanmoins, les notations souveraines se révèlent ainsi être à la croisée des chemins d'un mouvement normatif contemporain très puissant, que D. Restrepo Amariles a justement qualifié de *mathematical turn*<sup>64</sup>, dont les instruments – évaluation, notation, classement – ont une tendance presque naturelle à s'agglomérer et à s'agrèger avec des effets, qu'on peut à bon droit qualifier de *disciplinaires*, et dont on a peut-être pas encore mesuré toute l'ampleur<sup>65</sup>.

---

<sup>62</sup> Standard & Poor's, *id.* Dans son action contre la corruption, l'organisation non gouvernementale *Transparency International* s'est spécialisée dans la production d'instruments ingénieux tels que l'indice de perception de la corruption ou le pacte d'intégrité visant à encadrer les marchés publics. Ces instruments ont bénéficié d'un succès international remarquable au point de devenir une référence pour de nombreux acteurs tels que la BM ou l'OCDE. Aussi, ne peut-on que regretter l'absence d'études approfondies sur l'action normative internationale de cette organisation. V. toutefois F. Boehm et J. Olaya, « Corruption in Public Contracting Auctions: The Role of Transparency in Bidding Processes », *Annals of Public and Cooperative Economics*, 77, 2006, p. 431 et s. ainsi que C. Sampford et al. (ed.), *Measuring Corruption*, Aldershot, Ashgate, 2006.

<sup>63</sup> Par exemple, lorsqu'il est question d'évaluer les systèmes juridiques, v. not. R. Michaels, « Comparative Law by Numbers? Legal Origins Thesis, *Doing Business* Reports, and the Silence of Traditional Comparative Law », *American Journal of Comparative Law*, 57, 2009, p. 765 et s. ainsi que B. du Marais et al., « Rating the Law: How Financial Rating Agencies are Assessing the Legal Risks of Financial Transaction » in P. Nobel et M. Gets (ed.), *Law and Economics of Risk in Finance*, Zürich, Schulthess, 2007, p. 15 et s. Plus généralement, pour une critique des indicateurs mondiaux de la gouvernance, v. *inter alia* L. Langbein et S. Knack, « The Worldwide Governance Indicators: Six, One, or None? », *The Journal of Development Studies*, 46, 2, 2010, p. 350 et s. ainsi que M.A. Thomas, « What Do the Worldwide Governance Indicators Measure? », *European Journal of Development Research*, 22, 2010, p. 31 et s.

<sup>64</sup> D. Restrepo Amariles, « Le *mathematical turn*: L'indicateur *Rule of Law* dans la politique de développement de la Banque Mondiale » in B. Frydman, A. Van Waeyenberge (ed.), *Gouverner par les normes : de Hume au Ranking*, sous presse.

<sup>65</sup> Parmi les études consacrées à ces instruments et à leurs effets normatifs, v. not. T.M. Porter, *Trust in Numbers: The Pursuit of Objectivity in Science and Public Life*, Princeton, Princeton University Press, 1995; P. Miller, « Governing by Numbers : Why Calculative Practices Matter », *Social Research*, 68, 2, 2001, p. 379 et s.; N. Rose, « Governing by Numbers: Figuring out Democracy », *Accounting Organizations and Society*, 16, 7, 1991, p. 673-692; W.N. Espeland et M. Sauder, *op.cit.*; A. Desrosières, *Gouverner par les nombres : l'argument statistique II*, Paris, Presses de l'Ecole des Mines, 2008; C. Paradeise, « Le sens de la mesure. La gestion par les indicateurs est-elle gaga d'efficacité? », *Revue d'économie du développement*, 26, 4, 2012, p. 67 et s. ainsi que K. Davis et al. (ed.), *Governance by Indicators: Global Power through Classification and Rankings*, Oxford, Oxford University Press, 2012.

Concrètement, les normes d'évaluation utilisées par les notations souveraines ont fait dire, non sans raison, qu'elles privilégiaient une politique favorable à un agenda néolibéral dans la ligne du ainsi nommé « *consensus de Washington* »<sup>66</sup>. Au terme d'une analyse très détaillée portant sur l'évolution de la notation de cent Etats pendant la période s'étendant de 1980 à 2010, T. Cordes a ainsi montré que les agences de notation évaluaient presque toujours favorablement les politiques de libéralisation économique, en particulier les réformes visant à privatiser les services publics ou à déréguler les marchés<sup>67</sup>. Les agences ne font d'ailleurs pas mystère de leurs préférences dans l'annonce qui accompagne leur notation. A titre d'exemple, le 20 juin 2001, *Fitch Ratings* indiquait, concernant la Grèce, que « *plus de privatisation, de dérégulation et de réformes du secteur public (en particulier dans le secteur des pensions) sont nécessaires d'urgence* »<sup>68</sup> alors que *Moody's* mentionnait en 2003, relativement à la notation de l'Ukraine, que « *la réforme du secteur de l'énergie, des efforts accélérés de privatisation, et la continuation des réformes fiscales sont des tâches importantes pour le futur* »<sup>69</sup>.

Ces normes véhiculées par les notations souveraines vont bien au-delà de la politique économique et sociale des Etats. En effet, les agences de notations ont également tendance à dégrader les Etats, en particulier les moins développés, pendant les périodes d'élection, favorisant ainsi les structures institutionnelles appelant aux urnes avec parcimonie<sup>70</sup>. Elles sont sensibles à la nature même des régimes politiques des Etats qu'elles évaluent<sup>71</sup>. Elles sont favorables, bien plus que ne le suggère leur méthodologie, aux ordres juridiques consacrant des règles particulièrement protectrices de la propriété privée adossées à un système judiciaire indépendant et garantissant un haut niveau de sécurité juridique<sup>72</sup>. Elles sont encore très largement en faveur des politiques visant à lutter contre la corruption dont la perception a des effets

---

<sup>66</sup> V. *inter alia* S. Sassen, *Losing Control? Sovereignty in an Age of Globalization*, New York, Columbia University Press, 1996; G. Datz, "Reframing Development and Accountability: The Influence of Sovereign Credit Ratings on Policy Making in Developing Countries", *Third World Quarterly*, 25, 2, 2004, p. 303 et s.; T. Sinclair, *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Ithaca, Cornell University Press, 2005.

<sup>67</sup> T. Cordes, « Sovereign Ratings and Economic Liberalization », *APSA 2012 Annual Meeting Paper*, 4 août 2012. Dans le même sens, v. également G. Biglaiser et K.Jr. DeRouen, "Sovereign Bond Ratings and Neoliberalism in Latin American", *International Studies Quarterly*, 51, 2007, p. 121-138.

<sup>68</sup> Cité dans *Ibid.*, p. 18 (notre traduction).

<sup>69</sup> Cité dans *ibid.*, p. 19 (notre traduction).

<sup>70</sup> V. sur ce point S.A. Block et P.M. Vaaler, "The Price of Democracy: Sovereign Risk Ratings, Bond Spreads and Political Business Cycles in Developing Countries", *Journal of International Money Finance*, 23, 2004, p. 917 et s.

<sup>71</sup> E. Beaulieu et al., "Sovereign Debt and Regime Type: Reconsidering the Democratic Advantage", *International Organization*, 66, 4, 2012, p. 709 et s.

<sup>72</sup> G. Biglaiser et J.L. Staats, "Finding the 'Democratic Advantage' in Sovereign Bond Ratings: The Importance of Strong Courts, Property Rights Protection, and the Rule of Law", *International Organization*, 66, 3, 2012, p. 515 et s.

significatifs sur leur notation<sup>73</sup>. Bref, les déterminants de la notation souveraine, parce que chacun s'évertue à les identifier, à s'en accommoder et à s'y contempler comme dans un miroir, dessinent les contours d'un référentiel normatif dense à l'intention des Etats qui n'hésitent pas, à l'instar de la France ou des Philippines, à faire du maintien ou de l'amélioration de leur notation un objectif annoncé et de première importance de l'action publique<sup>74</sup>. Les agences de notation ne l'ont peut-être ni planifié, ni voulu. Selon une logique qui rappelle celle de l'histoire de la statistique et de ses usages<sup>75</sup>, elles ont toutefois expérimenté, comme ceux qui sont soumis à leur jugement, les frontières mouvantes qui séparent *description*, *prévision* et *prescription* dans le monde complexe de l'action.

Ainsi, par un concours de circonstances favorables, auquel les investisseurs, les pouvoirs publics, les organisations internationales ou encore les émetteurs obligataires eux-mêmes ont apporté leur contribution, les agences de notation sont-elles devenues incontournables, en dépit des critiques répétées de leur *ratings*, non seulement pour ceux qui souhaitent accéder au marché mondial des capitaux, mais encore pour tout qui veut faire certifier sa bonne réputation. Leurs notations ont dès lors changé de nature pour devenir non plus seulement une évaluation de la solvabilité, mais également la mesure du respect d'une norme globale de comportement conduisant la conduite des entreprises, de l'industrie financière mais également des Etats. De ce point de vue, la crise de la dette souveraine frappant des Etats du cœur du système financier mondial est à la fois l'occasion d'une prise de conscience et d'une contre-offensive.

## II. La lutte globale de la notation financière

La crise de la dette souveraine, qui fait suite à celle des *subprimes*, a définitivement mis fin aux relations bienveillantes qui unissaient les agences de notation aux Etats-

---

<sup>73</sup> V. C. Mellios, et E. Paget-Blanc, "Which factors determine sovereign credit ratings", *European Journal of Finance*, 12, 4, 2006, p. 361 et s. ainsi que C.A. Depken II et *al.*, "Corruption and Creditworthiness: Evidence from Sovereign Credit Ratings" in R.W. Kolb (ed.), *Sovereign Debt: From Safety to Default*, Hoboken, J. Wiley & Sons, 2011, p. 79 et s.

<sup>74</sup> En France, Alain Minc, proche conseiller du Président Nicolas Sarkozy, n'hésitait ainsi pas à déclarer en 2011 que « *s'agissant de la défense du AAA, c'est la France dans son ensemble qui est obligée de faire front. Cette note est un 'trésor national' détenu en copropriété par tous les Français* ». V. « Alain Minc: 'Le AAA de la France est un trésor national' », *Le Figaro*, 23 août 2011. Aux Philippines, le rapport du bureau de planification économique du sénat exposait lui en 2012 la manière dont le gouvernement « *doit redoubler d'effort* » pour être un « *émetteur 'investment grade' à la fin 2013* ». V. Senate Economic Planning Office, *Philippine Credit Rating at A Glance*, Senate of the Philippines, juillet 2012, p. 1. La politique du gouvernement devait être récompensée en mars 2013 par une amélioration de sa notation par *Fitch Ratings* qualifiée par le Président Aquino de « *reconquête de la gloire nationale* ». V. "Philippines Now Investment Grade", *The Philippine Star*, 28 mars 2013.

<sup>75</sup> V. la superbe et désormais classique analyse de l'histoire de la raison statistique proposée par Alain Desrosières : A. Desrosières, *La politique des grands nombres. Histoire de la raison statistique*, Paris, La Découverte, 2010 [1993].

Unis ou aux Etats européens. Dans le chef des agences, la dégradation de dix crans des titres de la dette grecque entre octobre 2010 et juin 2011 est symptomatique de cette rupture. La croyance selon laquelle les Etats développés du cœur de l'économie mondiale sont quasiment immunisés contre le risque de défaut, partagée tant par les investisseurs que par les agences de notation<sup>76</sup>, faisait long feu. Alors qu'ils bénéficiaient hier encore d'un standard d'évaluation complaisant, ces Etats étaient désormais logés à la même enseigne que leur condisciple d'Asie ou d'Afrique et leurs politiques soumises à un même examen sourcilieux et tatillon<sup>77</sup>. Pour nous en tenir à quelques cas particulièrement symboliques, *Standard & Poor's* dégrade ainsi la note souveraine des Etats-Unis en août 2011 ainsi que celle de la France et de huit autres Etats de la zone Euro en janvier 2012, alors que *Moody's* dégrade la note du Royaume-Uni en février 2013. Comme le résume N. Gaillard, « depuis 2010, *Fitch*, *Moody's* et *Standard & Poor's* révisent leurs opinions et dégradent les notes de la plupart des États développés »<sup>78</sup>.

Les réactions des Etats du cœur de l'économie mondiale ne se sont pas fait attendre. Elles sont l'expression d'une prise de conscience aigüe du pouvoir des agences de notation qui ne s'exerce pas seulement, comme ils pouvaient se l'imaginer auparavant, sur quelques Etats périphériques. Elles témoignent également d'une volonté commune d'en découdre avec celles qui symbolisent ce que Kessler a appelé « *l'inversion de la tutelle* »<sup>79</sup> entre Etats et marchés. L'offensive des Etats à l'encontre des agences mobilise tous les leviers d'action à leur disposition et signale le déclenchement d'une lutte pour le droit (a) dont l'issue est incertaine tant il est vrai que les agences entendent bien ne pas se laisser faire (b).

### **a) Les Etats contre-attaquent**

En juillet 2011, les responsables européens n'avaient pas de mots assez durs pour critiquer les agences de notation. Le président de la Commission européenne, José Manuel Barroso, suspectait à demi-mot les agences d'être l'expression économique d'une forme d'impérialisme américain en soulignant qu'il était « *assez étrange que le*

---

<sup>76</sup> V. en ce sens L. Mosley, "Room to Move: International Financial Markets and National Welfare States", *International Organization*, 54, 4, 2000, p. 737 et s. ainsi que L. Mosley, "Government-Financial Market Relations after EMU. New Currency, New Constraints?", *European Union Politics*, 5, 2, 2004, p. 181 et s.

<sup>77</sup> Au terme d'une analyse qualitative fine de la dégradation de plusieurs notes souveraines, Z. Barta montre ainsi que les agences de notation ne soumettaient pas, avant 2008, les Etats développés à un standard d'évaluation aussi minutieux que celui applicable aux autres souveraines. V. Z. Barta, "Rating Politics: The Political Economy of Increased Rating Scrutiny Over Domestic Politics and Policy-Making in Developed Democracies since the Economic and Financial Crisis", *EUI Working Paper*, MWP 2012/08, 2012.

<sup>78</sup> N. Gaillard, « La notation souveraine », *op.cit.*, p. 63.

<sup>79</sup> D. Kessler, « La marge de manœuvre des Etats. La dictature des marchés ? », *Pouvoirs*, 142, 3, 2012, p. 88.

marché soit dominé par seulement trois acteurs sans une seule agence venant d'Europe. Cela montre, disait-il, qu'il peut y avoir certains biais sur le marché lorsqu'il s'agit d'évaluer des situations en Europe, que les européens connaissent mieux que les autres »<sup>80</sup>. La chancelière allemande, Angela Merkel, insistait quant à elle sur la nécessité de ne pas se laisser « priver de notre liberté de jugement »<sup>81</sup> par les agences, tandis que son ministre des finances, Wolfgang Schäuble, proposait de « briser l'oligopole des agences de notation » et de « limiter leur influence »<sup>82</sup>. Le commissaire au marché intérieur et aux services, Michel Barnier, suggérait pour sa part de les faire taire en leur interdisant de publier des « notations souveraines quand un État est sous programme international »<sup>83</sup>. Viviane Reding envisageait, quant à elle, de les démanteler purement et simplement en arguant qu'il n'était pas possible « qu'un cartel de trois entreprises américaines décide du sort d'États entiers et de leurs citoyens »<sup>84</sup>. Quelques mois plus tard, le gouverneur de la Banque de France, Christian Noyer, dénonçait, lui, une politisation des agences et déclarait à l'encontre de *Standard & Poor's* que « la méthodologie a évolué et est maintenant plus liée à des facteurs politiques qu'aux fondamentaux économiques »<sup>85</sup>. A la même période, le ton montait également aux États-Unis. En août 2011, commentant la dégradation de la note des États-Unis par *Standard & Poor's*, le Secrétaire américain au Trésor, Timothy F. Geithner, déclarait que l'agence avait « montré un stupéfiant manque de connaissance des mathématiques élémentaires du budget fiscal américain »<sup>86</sup>. Le même jour, le président Barack Obama indiquait, comme par mépris, que « les marchés vont monter et descendre. Mais ce sont des États-Unis d'Amérique qu'il s'agit ici. Peu importe ce que certaines agences peuvent dire, nous avons toujours été et nous serons toujours un pays triple A »<sup>87</sup>.

Ce concert de réactions violentes ou méprisantes à l'égard des agences de notation ne doit pas être minimisé. En les désignant comme autant d'adversaires, elles leur font quitter l'espace paisible de l'expertise technique, pour les inscrire, contre leur gré,

<sup>80</sup> «Barroso to ratings agencies: 'We know better'», *EUObserver*, 6 juillet 2011 (notre traduction).

<sup>81</sup> « Grèce: Merkel a une dent contre les agences de notation », *Trends-Tendances*, 5 juillet 2011.

<sup>82</sup> « L'Europe tire à boulets rouges sur les agences de notation », *Le Point*, 6 juillet 2011.

<sup>83</sup> « L'Europe veut bâillonner les agences de notation », *Le Devoir*, 12 juillet 2011.

<sup>84</sup> « Viviane Reding menace de démanteler les agences de notation », *Le Temps*, 11 juillet 2011. Les autorités de la concurrence européennes et américaines se sont pour l'instant abstenues de toute action visant à démanteler les agences de notation. Des actions sont toutefois techniquement envisageables. Pour le droit européen de la concurrence, v. N. Petit, « Credit Rating Agencies, the Sovereign Debt Crisis and Competition Law », *European Competition Journal*, 7, 3, 2011, p. 587 et s. Pour le droit américain, v. J. Manns, « Downgrading Rating Agency Reform », *George Washington Law Review*, 81, 2013, spéc. p. 800 et s.

<sup>85</sup> « Triple A - La Banque de France réclame une réflexion sur le rôle des agences de notation », *Le Point*, 6 décembre 2011.

<sup>86</sup> « 10 Questions for Geithner », *The New York Times*, 8 août 2011.

<sup>87</sup> « Obama: America is still a 'Triple-A' country », *CBSNews*, 8 août 2011 (notre traduction).

dans le monde turbulent de la politique. Elles assignent ainsi aux agences une position dans un régime de justification qui n'est pas le leur, dont l'épreuve est le débat public et non la discussion méthodologique<sup>88</sup>. Elles leur dénie le statut de tiers impartial pour en faire des sujets politiques et, partant, nécessairement partiels. Ces réactions sont l'expression médiatique d'une véritable lutte engagée par les Etats du cœur de l'économie mondiale contre celles qui ont commis le péché d'hybris de se prétendre leur censeur. Celle-ci prend plus précisément la forme de ce que nous avons qualifié ailleurs de « *lutte globale pour le droit* »<sup>89</sup> afin de désigner, sous un concept unique, les actions stratégiques ou tactiques développées par les acteurs intéressés, à un titre ou à un autre, par la régulation d'un comportement en vue de faire prévaloir la norme la plus conforme à leurs valeurs ou à leurs intérêts dans un environnement global où tant le principe de la norme que son contenu, son application et l'agent chargé de l'édicter, d'en contrôler ou d'en sanctionner l'application, sont inexistant, incertains ou contestés. En l'occurrence, cette lutte a pour objet la définition des standards mondiaux de la bonne gouvernance économique et financière encadrant, pour le futur, l'accès au marché des capitaux avec, en arrière-plan, la réponse à la question de savoir qui, de l'Etat ou des marchés, contrôle l'autre.

La contre-offensive des Etats à l'endroit des agences de notation est remarquable par son ampleur. Mobilisant de nouvelles formes de coordination mondiale de l'action publique<sup>90</sup>, ils ont rivalisé d'imagination pour atteindre leur cible. Ils ont ainsi déployé des actions tout azimut dont l'analyse détaillée dépasserait largement les dimensions de cette étude. Il est toutefois possible d'en illustrer les principes en les regroupant selon leurs objectifs ou, du moins, leurs effets attendus ou prévisibles.

Premièrement, les Etats ont adopté une série de mesures visant à affaiblir ou à diluer l'emprise des agences. Ainsi, le 27 octobre 2010, le Conseil de stabilité financière adoptait des *Principes* pour réduire la dépendance réglementaire aux notations de crédit suggérant aux régulateurs d'éviter toute référence législative aux *ratings* et de

---

<sup>88</sup> Boltanski et Thévenot ont analysé de manière très convaincante ce type de phénomène où un différend émerge entre plusieurs acteurs sur le régime de justification pertinent, que les auteurs appellent «  *cité*  », pour porter un jugement. A chaque «  *cité*  » correspond des échelles d'évaluation et des épreuves différentes. La dénonciation des agences de notation par les Etats s'analyse comme un différend visant à les contraindre de se justifier à la lumière des valeurs de la «  *cité civique*  » et de l'intérêt général. V. L. Boltanski et L. Thévenot, *De la justification. Les économies de la grandeur*, Paris, Gallimard, 1991, spéc. p. 275 et s.

<sup>89</sup> La «  *lutte globale pour le droit*  » peut être concrètement étudiée dans plusieurs secteurs particulièrement affectés par la mondialisation. V. not. L. Hennebel et G. Lewkowicz, « La contractualisation des droits de l'homme: de la pratique à la théorie du pluralisme juridique », *op.cit.* ainsi que B. Frydman, L. Hennebel et G. Lewkowicz, « Co-regulation and the Rule of Law », *op.cit.*

<sup>90</sup> Sur les modalités et les formes de cette nouvelle coordination, v. S. Cho et C.R. Kelly, « Promises and Perils of New Global Governance: A Case of the G20 », *Chicago Journal of International Law*, 12, 2012, p. 491 et s.

développer leur propre définition de la solvabilité. Ces *Principes* invitent également les acteurs du marché à réaliser leur évaluation du risque de crédit plutôt qu'à l'externaliser<sup>91</sup>. Le Dodd-Frank Act adopté en juillet 2010 par le Congrès américain<sup>92</sup> et la proposition de règlement européen de novembre 2011 adopté le 16 janvier 2013 par le parlement<sup>93</sup> contiennent des dispositions poursuivant des objectifs similaires. Les Etats ne se contentent toutefois pas de limiter la dépendance réglementaire aux notations. Ils ont également pris des mesures pour stimuler la concurrence entre les agences<sup>94</sup> ou pour favoriser leur rotation pour la notation de retitrisation en limitant, par exemple, la durée maximale de la relation contractuelle entre une agence et un émetteur<sup>95</sup>. La proposition de règlement européen de novembre 2011 crée également une plateforme de notation européenne, regroupant les notations individuelles émises par les différentes agences agréées et destinée à favoriser leur comparabilité<sup>96</sup>. Et si leurs notations devaient continuer de ne pas convenir aux européens, pourquoi ne remplaceraient-ils pas tout simplement les juges par une agence de notation de leur cru, peut-être plus favorable ? C'est ce que suggère en tous cas la proposition de règlement en demandant à la Commission de soumettre au Parlement et au Conseil, au plus tard le 31 décembre 2016, « *un rapport sur l'opportunité et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit, qui se chargerait d'évaluer la qualité de crédit de la dette souveraine des États membres et/ou une fondation européenne de notation de crédit, qui se chargerait de toutes les autres notations de crédit* »<sup>97</sup>. Dans l'intervalle, des projets visant à créer de nouvelles agences *made in Europe* ont été initiés avec le soutien direct ou indirect des pouvoirs publics. En mai 2012, deux grands projets avaient ainsi émergé. L'un était soutenu par le cabinet de conseil *Roland Berger*. Il ne devrait toutefois pas se concrétiser, faute de moyens. L'autre était défendu par le groupe de presse *Bertelsman* et visait à créer la première agence de notation internationale à but

---

<sup>91</sup> FSB, *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, 27 octobre 2010 disponible en ligne à l'adresse [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101027.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf).

<sup>92</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub.L. 111-203, H.R. 4173, 21 juillet 2010 (ci-après, Dodd-Frank Act), §939 et §939A.

<sup>93</sup> Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, COM(2011) 747 final, 15 novembre 2011. Le Parlement européen a apporté plusieurs amendements au texte proposé initialement par la Commission, v. Résolution législative du Parlement européen du 16 janvier 2013 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit (COM(2011)0747 – C7-0420/2011 – 2011/0361 (COD)). La proposition devrait être adoptée en l'état par le Conseil. Nous nous référons au texte coordonné, ci-après, CRA3. Ici, art. 5 *bis* à 5 *quater*.

<sup>94</sup> P.ex. Dodd-Frank Act, 939D et 939F. V. également les règles adoptées antérieurement aux Etats-Unis et en Europe pour ouvrir le marché de la notation à de nouveaux entrants. Sur ce point, v. C. Lequesne Roth et A. Van Waeyenberge, « La réglementation européenne : de la négligence à l'impuissance ? » dans le présent volume.

<sup>95</sup> CRA3, art. 6 *ter*.

<sup>96</sup> CRA3, art. 11 *bis*.

<sup>97</sup> CRA3, art. 39ter §2.

non lucratif, connue sous le nom d'INCRA (*International Non-profit Credit Rating Agency*)<sup>98</sup>. Toujours en cours, ce projet demeure à l'état embryonnaire.

Deuxièmement, les Etats se sont attelés à restreindre ou à porter atteinte à la réputation des agences de notation. De ce point de vue, leur action a été essentiellement médiatique. Les nombreuses déclarations des mandataires publiques, soulignant la faible qualité des évaluations des agences, s'inscrivent en ce sens<sup>99</sup>. La publicité donnée par le département du Trésor américain à l'erreur de calcul de 2000 milliards de dollars commise par *Standard & Poor's* lors de la dégradation de la note des Etats-Unis<sup>100</sup>, ou celle donnée par Paris à l'annonce erronée de cette même agence selon laquelle elle avait dégradé la note de la France<sup>101</sup>, s'inscrivent dans cette même démarche. Enfin, les auditions publiques, donnant la parole à d'anciens employés des agences de notation pour critiquer, devant le Sénat américain en avril 2010<sup>102</sup> ou le Sénat français en mars 2012<sup>103</sup>, l'amateurisme ou le manque d'éthique de leurs anciens employeurs, ont également contribué à amputer la réputation des agences aux yeux du grand public et de la société civile.

Troisièmement, les pouvoirs publics ont adopté de nombreuses mesures destinées à superviser les agences de notation et à accroître la transparence de leur fonctionnement. Au sein de l'Union Européenne, le règlement du 11 mai 2011 met ainsi l'enregistrement et la surveillance des agences de notation sous le contrôle de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers<sup>104</sup> (AEMF) créée en 2010<sup>105</sup>. Aux Etats-Unis, le Dodd-Frank Act institue également au sein de la SEC un *Office of credit rating* chargé de la surveillance des agences de notation qui ont été enregistrées comme des *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs). Ces instances se sont vues confiées un ensemble de missions par le législateur, américain

---

<sup>98</sup> V. A. Masounav, "Europe : De nouveaux acteurs pour stimuler la concurrence", *Revue Banque*, 749, mai 2012.

<sup>99</sup> V. *supra*.

<sup>100</sup> U.S. Department of the Treasury, "Just the Facts: S&P's \$2 Trillion Mistake", *Treasury Notes*, 6 août 2011 disponible en ligne à l'adresse <http://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Just-the-Facts-SPs-2-Trillion-Mistake.aspx>. Le Département du Trésor commente cet événement de manière pour le moins critique: "After Treasury pointed out this error – a basic math error of significant consequence – S&P still chose to proceed with their flawed judgment by simply changing their principal rationale for their credit rating decision from an economic one to a political one".

<sup>101</sup> « Standard and Poor's annonce par erreur la dégradation de la note de la France », *Le Monde*, 10 novembre 2011.

<sup>102</sup> "Former Employees Criticize Culture of Rating Firms", *The New York Times*, 23 avril 2010.

<sup>103</sup> « Les agences de notation dénoncent un manque d'effectifs », *L'Expansion*, 14 mars 2012.

<sup>104</sup> Règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, *JOUE*, n° L 145, 31 mai 2011.

<sup>105</sup> Règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil, du 24 novembre 2010, instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision n° 2009/77/CE de la Commission, *JOUE*, n° L 331/84, 15 décembre 2010.

comme européen, allant du contrôle du respect des critères d'enregistrement des agences, au suivi de leurs activités en passant par la fixation de règles complémentaires, la réalisation d'enquêtes ou encore la sanction de certains manquements<sup>106</sup>. A cet égard, le règlement européen sur les agences de notation liste en son annexe III pas moins de 73 infractions dont la surveillance est confiée à l'AEMF qui dispose d'un arsenal répressif considérable inspiré de celui des autorités européennes de la concurrence. Dans le cadre de ses pouvoirs d'enquête, l'AEMF n'a d'ailleurs pas manqué de mettre, dès son premier rapport du 22 mars 2012, une épée de Damoclès au-dessus de la tête des agences en formulant un certain nombre de recommandations à leur intention tout en précisant « *qu'à la date du rapport, l'AEMF n'a pas encore déterminé si certaines de ses observations sont constitutives d'une violation de la réglementation* »<sup>107</sup>.

Cette désignation d'une autorité de contrôle s'est accompagnée, des deux côtés de l'Atlantique, par l'établissement de règles strictes en matière de gestion des conflits d'intérêts<sup>108</sup> et par un renforcement des obligations de divulgation de la méthodologie des agences ou de planification des annonces de changement de perspective ou de notation, en particulier, pour les notes souveraines<sup>109</sup>. A cet égard, le rapport de l'AEMF du 18 mars 2013 ne laisse aucun doute sur la minutie du contrôle mis en œuvre. En principe purement formel, procédural et neutre quant au contenu de la méthodologie des agences, le contrôle exercé par l'AEMF conduit, en formulant des requêtes et des recommandations très détaillées, à soumettre les agences enregistrées auprès d'elle à une obligation générale de publicité et de motivation de leurs décisions, qui emporte *de facto* des conséquences importantes sur la méthode, les critères et les annonces des notations<sup>110</sup>. Cette obligation générale connaît toutefois

---

<sup>106</sup> V. C. Lequesne Roth et A. Van Waeyenberge, *op.cit.* ainsi que E. Weemaels, « Les agences de notation en Europe: Contrôle, responsabilité et légitimité » dans le présent volume.

<sup>107</sup> AEMF, *ESMA's Report on the Supervision of Credit Rating Agencies*, ESMA/2012/207, 22 mars 2012, p. 15 (notre traduction).

<sup>108</sup> Dodd-Frank Act, §932; CRA3, art. 6 *bis* et art. 6 *ter*.

<sup>109</sup> V. not. Dodd-Frank Act, §932(a)(8), §§934-935, §939F; CRA3, art. 8, art 8bis et art. 8ter.

<sup>110</sup> A titre d'exemple, le rapport du 18 mars 2013 indique ainsi que "*one or more of the CRAs were unable to provide ESMA with the following elements with regard to the relative importance of the factors used in their methodologies: i) the statements of the relative importance of the factors (and sub-factors); ii) all the technical details and specifications of the models and instruments; and iii) the historical evidence underlying the choice of those models and instruments. ESMA requested the CRAs to indicate clearly each qualitative and quantitative factor used and the respective statements of their relative importance within the methodology, which should be determined on an ex-ante basis and be sufficiently detailed, documented, recorded and disclosed. ESMA also requested the CRAs to provide evidence on specification, calibration or estimation of those models or other analytical tools used (including technical details) in order to justify the relative importance of the factors used. Furthermore, ESMA asked CRAs to adapt their policies and procedures in order to maintain adequate records of all the procedures and methodologies used to determine credit ratings*". On devine les conséquences importantes sur le processus et les méthodes de notation que sont susceptibles

une exception importante dans le domaine de la notation souveraine qui cristallise le face à face entre les agences de *rating* et les Etats : elles doivent cesser de leur donner la leçon en gardant pour elles leurs solutions. Non sans une certaine hypocrisie, les considérants de la proposition de règlement européen de novembre 2011 sont très clairs : « *des exigences ou des recommandations [...] adressées directement ou explicitement par les agences de notation de crédit aux entités souveraines, ne devraient pas être autorisées. Les agences de notation de crédit devraient s'abstenir de toute recommandation directe ou explicite au sujet des politiques des entités souveraines* »<sup>111</sup>. Devant la majesté de l'Etat, la critique s'exprimera donc dans un chuchotement prudent !

A cette exception près, la transparence est désormais la règle. Il se pourrait d'ailleurs, sans qu'on puisse encore les mesurer précisément, que les effets extraterritoriaux cumulés du Dodd-Frank Act et de la réglementation européenne conduisent à un régime de transparence des agences de notation plus contraignant encore que celui que chacun des législateurs avait initialement envisagé. En tout état de cause, les initiatives américaines et européennes mobilisent ainsi une logique de contrôle qui n'est pas sans rappeler celle de l'opinion publique, brillamment étudiée par J. Habermas<sup>112</sup>, qui a accompagné la formation de l'Etat de droit démocratique et dont on observe actuellement l'importance stratégique transversale chaque fois qu'il s'agit de mettre sous pression les nouveaux régulateurs improvisés de la société globale<sup>113</sup>. Les agences entrent ainsi de plein pied dans le panoptique mondial.

Enfin, les autorités publiques ont multipliés les initiatives visant à engager la responsabilité des agences devant les juridictions ou à faciliter les actions en responsabilité civile à leur encontre. A titre d'exemple, le 12 novembre 2012, le procureur de la ville italienne de Trani demandait le renvoi devant les juridictions répressives de plusieurs dirigeants et analystes de *Fitch Ratings* et *Standard & Poor's* pour manipulation de marché, estimant, au terme de son enquête ouverte en décembre 2010, que leur dégradation de la notation souveraine italienne poursuivait des buts spéculatifs<sup>114</sup>. Le 13 décembre 2012, la cour de cassation allemande, confirmant une

---

d'emporter l'application aux agences d'un standard aussi exigeant de publicité et de motivation de leurs décisions. AEMF, *Credit Rating Agencies: Annual Report 2012*, ESMA/2013/308, 18 mars 2013, p. 14.

<sup>111</sup> CRA3, cons. 45.

<sup>112</sup> J. Habermas, *L'espace public. Archéologie de la publicité comme dimension constitutive de la société bourgeoise*, Paris, Payot, 1978.

<sup>113</sup> V. not. dans le domaine de la responsabilité sociale des entreprises, T. Berns et L. Blésin, « Le devenir contractuel du 'Global Compact' », in G. Lewkowicz et M. Xifaras, *op.cit.*, spéc. p. 250 et s. Cette logique de la transparence est parfois dénoncé comme conduisant à une nouvelle forme d'opacité. Pour le secteur financier, v. C. Bradley, "Transparency is the New Opacity: Constructing Financial Regulation After the Crisis", *American University Business Law Review*, 1, 2011, p. 7 et s.

<sup>114</sup> « Italie - Le parquet de Trani demande le renvoi en justice de SP et Fitch », *Le Point*, 12 novembre 2012 ; « Menacé par la justice, Fitch suspend ses activités en Italie », *Le Monde*, 14 novembre 2012.

décision rendue le 29 novembre 2011 par la cour d'appel de Francfort, établissait la compétence contestée des juridictions allemandes pour connaître d'une action en responsabilité introduite contre *Standard & Poor's* en raison du caractère trompeur de sa notation des obligations émises par Lehman Brothers<sup>115</sup>. Elle ouvre ainsi la voie à un feuilleton judiciaire qui pourrait concerner près de 50.000 investisseurs allemands<sup>116</sup>. Les Etats de *common law* ne sont pas en reste. Le 4 février 2013, le ministère américain de la justice introduisait ainsi, sur la base du *Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act* de 1989, une action en responsabilité civile à l'encontre de *Standard & Poor's* pour des évaluations frauduleuses de produits structurés entre septembre 2004 et octobre 2007 et dont il évalue le préjudice à plus de 5 milliards de dollars<sup>117</sup>. A l'occasion d'une décision de près de 1500 pages rendue le 5 novembre 2012 dans une affaire similaire, la cour fédérale australienne condamnait déjà la banque *ABN Amro*, la société *Local Government Financial Services* et *McGraw-Hill International*, maison mère de *Standard & Poor's*, à verser 30 millions de dollars australiens de dommages et intérêts aux 12 municipalités demandeuses, pour avoir manqué à leur devoir de diligence, notamment, dans la notation et la commercialisation de produits structurés<sup>118</sup>. La multiplication des litiges initiés à l'encontre des agences de notation<sup>119</sup>, tant par les pouvoirs publics que par les particuliers, pourrait leur coûter cher en dépit de leur historique de condamnation plutôt faible, en particulier aux

---

<sup>115</sup> Bundesgerichtshof, Beschluss vom 13. Dezember 2012, Az. III ZR 282/11. La décision de la cour d'appel de Francfort sera du plus grand intérêt quant au fond dans la mesure où le juge allemand devra se prononcer sur l'existence, dans le cas des contrats liant les agences de notation et les émetteurs, d'une exception au principe de la relativité des contrats au bénéfice des investisseurs (*Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter*).

<sup>116</sup> "Lehman-Opfer können auf Schadenersatz hoffen", *Die Welt*, 17 janvier 2013.

<sup>117</sup> *United States of America v. McGraw Hill Companies, Inc., Financial Services LLC*, 4 février 2013, case n°CV13-00779. Le principal intérêt de l'action est que sa base juridique n'a jamais servi pour ester contre les agences. V. Latham & Watkins, "The DOJ's Case Against Standard & Poor's and the Continued Rise of FIRREA as a Tool for Government Enforcement", *Client Alert*, 1500, 15 avril 2013, spéc. p. 3 et s.

<sup>118</sup> Federal Court of Australia, *Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd*, n°5, 2012, FCA 1200. Sur la portée plus générale de cette décision pour les Etats de *common law*, v. H. Edwards, "Liability for the Rating and Sale of Structured Credit Products: Australian Cases and Their (Much) Wider Implications", *Law and Financial Markets Review*, 7, 2013, p. 88 et s. En avril 2013, une nouvelle action en nom collectif a été introduite devant les juridictions fédérales australiennes à l'encontre de *Standard & Poor's* en raison du caractère trompeur de ses notations. V. "IMF to launch second class action against S&P", *The Australian*, 17 avril 2013.

<sup>119</sup> En juillet 2008, on estimait déjà à au moins 132 le nombre d'actions en nom collectif introduites devant les juridictions américaines contre les agences de notation dans le cadre de l'écroulement du marché des produits structurés. A. Unterman, "Innovative Destruction - Structured Finance and Credit Market Reform in the Bubble Era", *Hastings Business Law Journal*, 5, 2009, p. 79. Depuis lors, ce nombre a continué à croître, v. not. T.J. Pate, "Triple-A Ratings Stench: May the Credit Rating Agencies be Held Accountable?", *Barry Law Review*, 14, p. 25 et s.

Etats-Unis<sup>120</sup>. Certains imaginent d'ailleurs déjà *Standard & Poor's* suivre le destin du cabinet d'audit *Arthur Andersen* qui avait dû déposer le bilan en raison de son rôle dans la débâcle d'Enron<sup>121</sup>.

Cette mise sous pression des agences de notation est accentuée par les réformes législatives engagées par les Etats afin de renforcer leur responsabilité civile. Ainsi, lorsqu'une des 73 infractions visées par l'annexe III du règlement européen sur les agences de notation de crédit est commise de manière intentionnelle ou par négligence grave, et que cette infraction a une incidence sur une note de crédit, le règlement ouvre une voie d'action en responsabilité civile contre l'agence fautive pour le préjudice qu'un investisseur ou un émetteur aurait subi en raison de cette infraction<sup>122</sup>. Cette responsabilité civile des agences ne peut par ailleurs, selon les termes de l'article 35 bis §3 du règlement, être exclue ou limitée conventionnellement et a priori sauf lorsque cette limitation est raisonnable et proportionnée<sup>123</sup>. Le Dodd-Frank Act de 2010 renforce quant à lui doublement la responsabilité civile des agences. Il crée tout d'abord un droit d'action en responsabilité contre une agence qui n'aurait pas mis en œuvre, en connaissance de cause ou par négligence, des moyens raisonnables d'information sur les produits financiers soumis à son évaluation<sup>124</sup>. Ensuite, et surtout, le législateur américain a mis fin à l'exonération de responsabilité civile dont bénéficiaient les agences en vertu de la règle 436(g) de la section 11 du Securities Act de 1933. Autrement dit, lorsque les émetteurs annexent, comme ils y sont régulièrement obligés par le droit américain, une notation de crédit à une déclaration d'inscription ou un prospectus, les agences engagent désormais leur responsabilité civile qui sera évaluée selon les mêmes standards que ceux applicables aux autres experts des professions réglementées, tels que les réviseurs aux comptes<sup>125</sup>.

---

<sup>120</sup> Pour une analyse circonstanciée de l'évolution de la situation aux Etats-Unis, v. not. N.S. Ellis, L.M. Fairchild, F. D'souza, "Is Imposing Liability on Credit Rating Agencies a Good Idea?: Credit Rating Agency Reform in the Aftermath of the Global Financial Crisis", *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 17, 2012, p. 175 et s.

<sup>121</sup> V. not. "In Actions, S.&P. Risked Andersen's Fate", *The New York Times*, 7 février 2013.

<sup>122</sup> CRA3, art. 35 bis.

<sup>123</sup> V. l'analyse détaillée et les réserves de E. Weemaels, *op.cit.*

<sup>124</sup> Dodd-Frank Act, §933. "In the case of an action for money damages brought against a credit rating agency or a controlling person under this title, it shall be sufficient, for purposes of pleading any required state of mind in relation to such action, that the complaint state with particularity facts giving rise to a strong inference that the credit rating agency knowingly or recklessly failed: (i) to conduct a reasonable investigation of the rated security with respect to the factual elements relied upon by its own methodology for evaluating credit risk; or (ii) to obtain reasonable verification of such factual elements (which verification may be based on a sampling technique that does not amount to an audit) from other sources that the credit rating agency considered to be competent and that were independent of the issuer and underwriter".

<sup>125</sup> Dodd-Frank Act, §933(m)(1). "The enforcement and penalty provisions of this title shall apply to statements made by a credit rating agency in the same manner and to the same extent as such provisions apply to statements made by a registered public accounting firm or a securities analyst

L'immunité relative dont bénéficiaient, hier encore, les agences de notation de crédit semble ainsi se fissurer sous l'effet de l'action mondiale conjuguée des pouvoirs législatifs, exécutifs et judiciaires des Etats développés.

Ces initiatives engagées par les Etats pour réduire la voilure des agences de notation donne une idée de la puissance de leur contre-offensive. Les interpréter dans la perspective d'ensemble d'une lutte globale pour le droit nous en révèle également la rationalité. Elles ont pour effet de déconstruire, pièce par pièce, quelques-uns des principaux éléments qui ont favorisés la montée en puissance des agences de notation et le phénomène de consolidation normative qui l'accompagne. Les agences ont tiré profit de la dépendance réglementaire à leur notation et de leur oligopole ; les Etats cherchent à affaiblir ou à diluer leur emprise. Leur autorité a été consacrée par les acteurs du marché et constitue leur principal actif immatériel; les pouvoirs publics entament leur réputation en les soumettant à la vindicte publique. Elles pouvaient décider discrétionnairement de la note qu'elles attribuaient sans avoir à justifier ni de leur méthodologie, ni du sérieux de son application ; des organismes publics supervisent dorénavant leur fonctionnement et les soumettent à une obligation générale de publicité et de motivation de leurs décisions. Elles bénéficiaient d'une immunité relative quelle que soit la qualité de leur notation ; les Etats leur imposent une responsabilité civile accrue qui les soumet à des actions en réparation intentées aux quatre coins du monde. Prises ensemble, ces initiatives tout azimut impriment aux agences de notation une pression considérable. Elles visent à réaménager leur mode de fonctionnement, à réduire les effets automatiques de leurs *ratings*, et surtout, à modifier, si possible dans un sens plus favorable à l'économie des Etats développés, les standards qu'elles véhiculent et qui encadrent l'allocation globale du crédit. Elles ont défié le pouvoir souverain des Etats en prétendant exercer leur tutelle sur eux. Elles sont sommées de rentrer dans le rang.

#### **b) Les incertitudes de la lutte : quand les agences entrent en résistance**

Dans cette lutte pour le droit, les agences de notation n'ont toutefois pas dit leur dernier mot. Non pas que leur *animus dominandi* soit démesuré, mais peut-être simplement parce qu'elles souhaitent se consacrer à leur activité commerciale qui consiste à vendre de l'information financière, plutôt que de péricliter ou de devenir, enserrées par les multiples contraintes qu'on souhaiterait leur imposer, les régulateurs franchisés des Etats sur les épaules desquels reposerait, cette fois pour de bon, le poids de la surveillance du marché mondial des capitaux. Elles organisent d'ailleurs leur résistance.

---

*under the securities laws, and such statements shall not be deemed forward-looking statements for the purposes of section 21E”.*

Celle-ci prend d'abord une forme politique. Ainsi, aux Etats-Unis, les montants investis par les trois grandes afin de défendre leurs intérêts par des activités de lobbying en direction de Washington ne cessent de croître depuis 2005 et ont atteint des sommets en 2011<sup>126</sup>. Au niveau européen, plusieurs agences se sont quant à elles associées au sein de l'*European Association of Credit Rating Agencies*, fondée à Paris le 17 mai 2010, afin de faire entendre leur voix auprès des institutions européennes<sup>127</sup>. Contraintes à un changement de régime de justification, les agences de notation sont également sorties de leur retenue médiatique habituelle en multipliant les interventions publiques destinées à dénoncer les intentions qu'on leur prête ou à répondre aux critiques qui leur sont adressées. A titre d'exemple, dans le contexte de l'élection présidentielle de 2012 en France, *Standard & Poor's* s'est sentie obligée d'indiquer par voie de communiqué que l'élection du socialiste François Hollande à la tête de l'Etat n'avait pas *per se* d'impact sur la notation souveraine française comme le prétendait une rumeur insistante et qu'elle ne prenait surtout pas « *de position politique sur les candidats individuels ou le résultat de quelque élection que ce soit* »<sup>128</sup>. Tout aussi symptomatique de la prise de position publique des agences, le président de *Fitch Ratings* publiait en octobre 2012, sous le titre évocateur « *le droit de noter* », un plaidoyer en faveur de la notation financière renvoyant la balle de la responsabilité des crises dans le camp des Etats<sup>129</sup>. Enfin, dans leur stratégie de résistance médiatique, les agences comptent également sur le soutien de nombreuses associations professionnelles du monde financier telles que l'*Association for Financial Markets in Europe* (AFME) et la *British Bankers Association* (BBA) qui plaidaient par exemple en leur faveur dans une lettre de 39 pages, datée du 7 janvier 2011 et adressée à la Commission, qu'elles ont rendue publique<sup>130</sup>.

La résistance des agences s'appuie également sur une stratégie juridique visant à faire obstacle aux nouvelles contraintes auxquelles elles sont confrontées. Elles ont par exemple mis en échec avec succès l'application du §933(m)(1) du Dodd-Frank Act qui les soumettait au même standard de responsabilité que les experts des professions réglementées. Dans un mouvement s'apparentant à une grève, les agences ont en effet refusé que leurs notes de crédit soient jointes, comme le requiert le droit américain, au dossier communiqué à la SEC préalablement à l'émission de titres adossés à des

---

<sup>126</sup> "Credit Rating Agencies Spend \$1.76 Million Lobbying Over Regulations", *The Huffington Post*, 8 août 2011.

<sup>127</sup> V. le site internet de l'association, disponible à l'adresse suivante <http://www.eacra.fr/>.

<sup>128</sup> « Les agences de notation ne dégainent pas... pour le moment », *La Tribune*, 7 mai 2012.

<sup>129</sup> F. Ladreit de Lacharrière, *Le droit de noter. Les agences de notation face à la crise*, *op.cit.*

<sup>130</sup> AFME et BBA, "Public Consultation on Credit Rating Agencies", *Letter to the European Commission Directorate General Internal Market and Services*, 7 janvier 2011, disponible en ligne à l'adresse <http://www.afme.eu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=5142>. La lettre souligne notamment que « *the political pressure (which we understand) to reform CRAs further, in particular in the sovereign space, is not grounded in any evidence that ratings in Europe have failed to perform according to expectations* ». *Id.*, p. 1.

actifs. Les émetteurs se sont ainsi trouvés dans l'incapacité de se financer sur les marchés pour des raisons exclusivement réglementaires. Sous la pression des acteurs économiques, la SEC a dès lors été contrainte de suspendre les effets de cette disposition dès le 22 juillet 2010, réduisant à rien les objectifs poursuivis par le législateur américain<sup>131</sup>. Les agences ont également raffiné leur stratégie de gestion du risque. Elles ont ainsi transféré, pour partie vers les émetteurs<sup>132</sup>, pour partie vers des sociétés spécialisées dans la réalisation de *due diligence*<sup>133</sup>, certains des risques juridiques associés aux nouvelles règles encadrant leur activité. De manière plus radicale, l'agence japonaise *Rating and Investment Information* a décidé le 14 octobre 2011 de mettre fin à son enregistrement auprès de la SEC, s'affranchissant ainsi de l'ensemble des obligations imposées par le droit américain aux agences de notation, lesquelles ne concernent que les NRSROs<sup>134</sup>. Cette stratégie de rupture suppose que les coûts de l'appartenance au club des agences reconnues par les autorités de marché l'emportent sur les bénéfices qu'elles en tirent. Bien qu'elles soient nombreuses à l'avoir envisagé, peu d'agences sont toutefois arrivées à une telle conclusion<sup>135</sup>. Si les trois grandes devaient s'engager dans une telle stratégie, il s'agirait toutefois d'un mouvement décisif dans la lutte entre les Etats et les agences<sup>136</sup>.

Celui-ci n'est pas à l'ordre du jour, du moins pour l'instant. Les agences ont en effet encore quelques lances judiciaires à rompre contre les Etats dans les prétoires. Et pour cause, la messe est loin d'être dite quant aux effets concrets de leur offensive réglementaire et judiciaire. Ainsi, pour nous en tenir au cas le plus médiatique, les chances de succès de l'action intentée le 4 février 2013 par le ministère de la justice américain à l'encontre de *Standard & Poor's* sont très incertaines<sup>137</sup>. Rien n'indique en effet que les grandes stratégies de défense des agences, qui ont déjà fait leur preuve

---

<sup>131</sup> V. Ford Motor Credit Company LLC, *SEC No-Action Letter*, 22 juillet 2010. Le 23 novembre 2010, la SEC a étendu indéfiniment l'autorisation donnée aux émetteurs, le 22 juillet 2010, de ne pas joindre leur notation à leur dossier. SEC, Item 1120, *Regulation AB*, 23 novembre 2010. V. également l'analyse de B.H. Brownlow, "Rating Agency Reform: Preserving the Registered Market For Asset-Backed Securities", *North Carolina Banking Institute*, 15, 2011, p. 111 et s.

<sup>132</sup> Notamment par l'intégration dans leurs contrats standards de clauses d'indemnisation plus détaillées. V. sur ce point B.H. Brownlow, *op.cit.*, spéc. p. 130 et s.

<sup>133</sup> Sur les incitants créés par le Dodd-Frank Act en vue de favoriser le recours à de telles sociétés, v. L.L. Dallas, « Short-termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance », *Journal of Corporation Law*, 37, 2012, p. 265 et s., spéc. p. 331 et s. Sur la déresponsabilisation des agences qui peut en résulter, v. J. Manns, « Downgrading Rating Agency Reform », *George Washington Law Review*, 81, 2013, p. 775 et s.

<sup>134</sup> Rating and Investment Information, Inc., "R&I to withdraw from NRSRO registration with USSEC", *News Release*, 14 octobre 2011, disponible en ligne à l'adresse [http://www.r-i.co.jp/eng/body/regulatory\\_affair/info/2011/10/info\\_20111014\\_557626781\\_01.pdf](http://www.r-i.co.jp/eng/body/regulatory_affair/info/2011/10/info_20111014_557626781_01.pdf).

<sup>135</sup> Sur les doutes de certaines agences, v. J.W. Parsont, "NRSRO Nullification: Why Ratings Reform May Be in Peril", *Brooklyn Law Review*, 77, 2012, p. 1015 et s., spéc. p. 1055 et s.

<sup>136</sup> En ce sens, v. J.C. Coffee Jr., "Ratings Reform: The Good, the Bad, and the Ugly", *Harvard Business Law Review*, 1, 2011, p. 231 et s., spéc. p. 264.

<sup>137</sup> V. l'analyse sceptique de J. Manns, « Downgrading Rating Agency Reform », *op.cit.*, p. 781 et s.

devant le juge américain<sup>138</sup>, ne permettront pas à *Standard & Poor's* d'échapper à une condamnation<sup>139</sup>. Soulignant que son incapacité à prévoir « *l'étendue de l'effondrement le plus catastrophique depuis la Grande Dépression révèle un manque de préscience, mais non une fraude* »<sup>140</sup>, l'agence rappelle d'ailleurs qu'elle a un historique de 41 affaires similaires dont elle est sortie victorieuse<sup>141</sup>. En tout état de cause, on peut toutefois prédire que la confrontation judiciaire finale entre les Etats et les agences de notation est encore à venir. Aux Etats-Unis, elle portera selon toute vraisemblance sur l'étendue de la protection de la liberté d'expression dont doivent bénéficier les agences de notation conformément au premier amendement<sup>142</sup>. En Europe également, il est raisonnable de croire que la résistance des agences aux nouvelles responsabilités qu'on souhaite leur imposer prendra la forme judiciaire d'une question de droits fondamentaux. Après tout, pour s'opposer à l'adoption de nouvelles règles européennes, *Standard & Poor's* a déjà invoqué le 26 juillet 2012, à l'occasion d'une consultation de la Commission, les droits dont elle devait bénéficier en vertu de la Convention européenne des droits de l'homme et de la Charte des droits fondamentaux, en particulier, le droit à la liberté d'expression et à la non-discrimination<sup>143</sup>. Nul doute que les trois grandes saisiront l'occasion de contester, le moment venu, les effets concrets du nouveau cadre réglementaire européen à Strasbourg ou ailleurs<sup>144</sup>.

---

<sup>138</sup> Sur les grandes stratégies de défense des agences devant les juridictions américaines, v. A.B. Murphy, « Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability », *Oklahoma Law Review*, 62, 2010, p. 765 et s.

<sup>139</sup> Le cas échéant, l'agence a déjà signalé son intention de transiger. V. « Standard & Poor's denies fraud, but could settle anyway », *The Times*, 13 février 2013.

<sup>140</sup> « *S&P's inability, together with the Federal Reserve, Treasury and other market participants, to predict the extent of the most catastrophic meltdown since the Great Depression reveals a lack of prescience but not fraud* ». United States of America v. McGraw-Hill Companies, Inc. and Standard & Poor's Financial Services llc, *Memorandum in Support of Defendants' Motion to Dismiss*, 22 avril 2013, p. 1 (notre traduction).

<sup>141</sup> « *S&P has a record of successfully defending these types of cases, with 41 cases dismissed outright or voluntarily withdrawn* ». V. McGraw-Hill Companies, "McGraw-Hill Reports 4th Quarter and Full-Year 2012 Results", *Press Release*, 12 février 2013, p. 4.

<sup>142</sup> De ce point de vue, malgré les propositions de la doctrine pour identifier les notations de crédit à un « *commercial speech* » et réduire ainsi le standard de protection de la liberté d'expression dont bénéficie les agences, rien ne semble réellement acquis. V. not. C. Deats, « Talk That Isn't Cheap : Does The First Amendment Protect Credit Rating Agencies' Faulty Methodologies From Regulation », *Columbia Law Review*, 110, 2010, p. 1818 et s. V. également de manière plus générale A.B. Murphy, *op.cit.*, p. 765 et s.

<sup>143</sup> *Standard & Poor's, Comment on the European Commission's "Consultation Document on Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)*, 26 juillet 2012.

<sup>144</sup> A cet égard, il est intéressant de noter que l'article 10 de la Convention n'autorise pas, au contraire de l'article 8 relatif au respect de la vie privée et familiale, à limiter la liberté d'expression en raison de mesures nécessaires au « *bien-être économique du pays* ». L'Etat défendeur devra donc prouver que la limitation de la liberté d'expression imposée aux agences poursuit un objectif nécessaire à « *la sécurité nationale, à l'intégrité territoriale ou à la sûreté publique, à la défense de l'ordre et à la prévention du*

La réaction pied à pied des agences de notation financière à l'offensive des Etats donne la mesure de la rigueur de la lutte engagée. Elle apporte également un démenti à ceux qui, surestimant le pouvoir de la volonté souveraine, s'imaginaient que les Etats allaient régler le compte des agences aussi facilement qu'un surveillant siffle la fin de la récréation. La tension est au contraire à son comble et la lutte à la croisée des chemins. Même s'il est toujours malaisé de se lancer dans des pronostics, les grandes lignes des batailles à venir sont largement tracées et dessinent les contours de quatre scénarios.

Premièrement, les Etats pourraient définitivement reprendre la main sur la régulation du marché des capitaux en mettant les agences de notation hors-jeu. Le pouvoir qu'elles ont acquis dépend finalement d'agencements bien fragiles, hautement improbables, et l'histoire de l'Etat moderne a montré sa précellence pour trancher les nœuds gordiens en imposant des solutions simples. L'hypothèse a ses partisans<sup>145</sup>. Elle nous semble toutefois faire un peu rapidement l'impasse non seulement sur la capacité des Etats à exercer, au-delà des effets d'annonce, un véritable contrôle sur le secteur de la notation de crédit, mais encore et surtout sur la permanence des déterminants contextuels qui ont conduit à la consécration des *ratings*.

Les ressources déployées de part et d'autre de l'Atlantique pour assurer la supervision des agences de notation et mettre en œuvre les réformes ambitieuses qui ont été adoptées semblent en effet bien maigres. A titre d'exemple, aux Etats-Unis, le législateur délèguait à la SEC en juin 2010 la responsabilité d'établir pas moins de 398 nouvelles règles en exécution du Dodd-Franck Act. Le 1<sup>er</sup> avril 2013, seules 148 d'entre elles étaient effectivement finalisées avec un retard considérable sur le calendrier de mise en œuvre prévu par le législateur<sup>146</sup>. Cette situation, qui tire son origine tant dans le sabotage organisé par des groupes d'intérêt que dans le manque de ressources de l'administration<sup>147</sup>, met en exergue le décalage entre le temps des marchés et celui de la réglementation. Rien ne garantit que le second puisse rattraper le premier. Le ferait-il qu'on pourrait encore douter de la capacité de l'*Office of credit*

---

*crime, à la protection de la santé ou de la morale, à la protection de la réputation ou des droits d'autrui, pour empêcher la divulgation d'informations confidentielles ou pour garantir l'autorité et l'impartialité du pouvoir judiciaire ».*

<sup>145</sup> V. not. E. Helleiner et S. Pagliari, "The End of an Era in International Financial Regulation? A Postcrisis Research Agenda", *International Organization*, 65, 1, 2011, p. 169 et s. ainsi que J. Delwaide, "The Return of the State?", *European Review*, 19, 1, 2011, p. 69 et s.

<sup>146</sup> V. Davis Polk & Wardwell LLP, *Dodd-Franck Progress Report*, 1er avril 2013, disponible en ligne à l'adresse [http://www.davispolk.com/files/Publication/900769d7-74f0-474c-9bce-0014949f0685/Presentation/PublicationAttachment/3983137e-639b-4bbc-a901-002b21e2e246/Apr2013\\_Dodd.Frank.Progress.Report.pdf](http://www.davispolk.com/files/Publication/900769d7-74f0-474c-9bce-0014949f0685/Presentation/PublicationAttachment/3983137e-639b-4bbc-a901-002b21e2e246/Apr2013_Dodd.Frank.Progress.Report.pdf).

<sup>147</sup> Sur les difficultés à mettre en œuvre le Dodd-Franck Act, v. H.S. Edwards, « He Who Makes the Rules », *Washington Monthly*, mars/avril 2013, disponible en ligne à l'adresse [http://www.washingtonmonthly.com/magazine/march\\_april\\_2013/features/he\\_who\\_makes\\_the\\_rules043315.php](http://www.washingtonmonthly.com/magazine/march_april_2013/features/he_who_makes_the_rules043315.php)

rating et de son équipe de 30 fonctionnaires<sup>148</sup>, ou de celle de l'AEMF et de ses 36 employés<sup>149</sup>, à assurer le contrôle effectif des agences de notation financière.

Plus encore que la capacité des Etats à réguler, ce sont les caractéristiques structurelles des marchés qui n'augurent pas d'un affaiblissement du pouvoir des agences. Dans leur contre-offensive, les Etats se sont en effet attaqués aux principaux éléments qui ont favorisé la montée en puissance des agences de notation. Ils n'ont toutefois remis en cause ni le principe de la désintermédiation bancaire, ni l'existence d'un marché mondial des capitaux, qui sont pourtant à l'origine de l'appel d'air normatif dont les agences ont profité. La notation financière répondait au problème de la gestion du risque de crédit dans un environnement dérégulé. Sans modifier les caractéristiques essentielles de ce dernier, la seule option crédible pour éliminer la dépendance aux notes de crédit aurait consisté à leur trouver un équivalent fonctionnel répondant aux besoins des investisseurs. Or, c'est justement là que le bât blesse. En 2010, le Dodd-Frank Act a eu beau imposer aux agences fédérales américaines de remplacer dans les règles qu'elles mettent en œuvre toute référence aux notes de crédit par le standard de solvabilité qu'elles jugent à propos<sup>150</sup>, celles-ci se sont révélées incapables de le faire<sup>151</sup>. Certaines ont d'ailleurs déjà signalé qu'elles continueront à faire usage des *ratings* pour l'évaluation de la solvabilité des émetteurs et pour la détermination du ratio de fond propre des banques<sup>152</sup>. Tirant les leçons de l'expérience américaine, les autorités européennes se sont montrées prudentes en renvoyant à 2020 la suppression de l'ensemble des références aux notations de crédit à des fins réglementaires, et encore, « *sous réserve d'avoir identifié et mis en œuvre des solutions alternatives à l'évaluation du risque de crédit appropriées* »<sup>153</sup>. Les mesures visant à « *désintoxiquer* » les marchés des notations semblent conduire ainsi à la conclusion paradoxale et ironique que si les agences n'existaient pas, il faudrait les inventer. Au niveau global, les accords de Bâle III n'ont d'ailleurs pas, eux non plus, réussi à mettre fin à l'utilisation des notations externes pour le calcul du ratio de solvabilité des banques, même s'ils limitent en partie l'amplitude de leurs effets<sup>154</sup>. Pire encore, en augmentant les obligations de fonds propres des institutions bancaires,

---

<sup>148</sup> "Rating-Firm Oversight Rises: Thomas Butler to Step Up Scrutiny of the Industry in His New Role at the SEC", *The Wall Street Journal*, 18 juin 2012. Sur cette question, v. aussi J. Manns, *op.cit.*, p. 780 et s.

<sup>149</sup> AEMF, *2013 Work Programme*, ESMA/2012/631, 5 avril 2013, p. 9.

<sup>150</sup> V. Dodd-Frank Act, Sec. 939A, b ("to remove any reference to or requirement of reliance on credit ratings and to substitute in such regulations such standard of credit-worthiness as each respective agency shall determine as appropriate for such regulations").

<sup>151</sup> V. "SEC poses plan to curb reliance on credit ratings, but regulators cite difficulties", *The Washington Post*, 27 avril 2011.

<sup>152</sup> V. l'analyse dans J. Manns, « Downgrading Rating Agency Reform », *op.cit.*, p. 768 et s.

<sup>153</sup> CRA3, art. 5 quater.

<sup>154</sup> Banque des Règlements Internationaux, *Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*, Décembre 2010 (révisé en juin 2011), p. 56 et s.

les règles de Bâle III diminuent la quantité de crédit qu'elles peuvent consentir. Ils renforcent ainsi la désintermédiation bancaire en poussant un nombre croissant d'emprunteurs à se financer directement sur les marchés, notamment obligataires<sup>155</sup>, dans le cadre desquels les *ratings* jouent, on l'a vu, un rôle essentiel. Rien ne nous semble dès lors annoncer la mise hors-jeu des agences au profit du retour triomphal des Etats souverains.

Deuxièmement, les agences pourraient décider de porter la lutte à son ultime extrémité en optant elles-mêmes pour une stratégie de rupture qui mettrait, cette fois, les Etats hors-jeu. Convaincues, comme le prétend le président de *Fitch Ratings*, qu'elles tirent leur force exclusivement de leur crédibilité, laquelle ne bénéficie que modérément de leur adoubement par les pouvoirs publics<sup>156</sup>, elles se risqueraient à faire le grand saut et refuseraient de s'enregistrer auprès des autorités de marché en réduisant à presque rien le cadre réglementaire qui leur est applicable. Parce que certaines ont déjà fait ce choix et que d'autres l'ont envisagé<sup>157</sup>, ce scénario ne peut être balayé du revers de la main. Il ne paraît toutefois pas se dessiner à l'horizon d'un futur proche. Sa mise en œuvre généralisée, outre qu'elle poserait aux agences un sérieux problème d'action collective, est bien trop risquée pour être empruntée à la légère. En tentant de s'affranchir de toute contrainte et en refusant de se soumettre, en particulier, aux nouveaux standards de publicité et de motivation de leurs décisions, les agences pourraient en effet tout perdre. Même si elles affectionnent de se comparer à la presse et à sa lutte contre la censure, il n'est pas certain que les investisseurs accepteront d'évaluer le risque de crédit des émetteurs en écoutant radio pirate !

Troisièmement, et plus vraisemblablement, la lutte qui oppose Etats et agences de notation pourrait se stabiliser sur un nouvel équilibre, prenant la forme d'un dispositif de co-régulation<sup>158</sup>. Il n'est toutefois pas évident qu'il sera à l'avantage des pouvoirs publics. L'histoire de la montée en puissance des agences de notation est celle de la

---

<sup>155</sup> Dans le cas de la zone Euro, v. European Central Bank, *Financial Stability Review*, juin 2012, p. 32 et s. ; N. Dezeure, « L'Europe de la désintermédiation », *Revue Banque*, 754, 2012, p. 35 et s. ainsi que Standard & Poor's, « Underwriting the Recovery: Europe's Mid-Market Seeks New Ways to Fund Growth », *RatingsDirect*, 22 avril 2013.

<sup>156</sup> Il écrit ainsi que « les investisseurs nous font confiance parce qu'ils nous jugent crédibles » en précisant plus loin que « les agences réclament par ailleurs de longue date que les réglementations financières cessent de faire référence aux notations : elles répugnent à exercer le rôle quasi-régulateur qui leur a été imposé ». M. Ladreit de Lacharrière, *op.cit.*, respectivement p. 143 et p. 160.

<sup>157</sup> V. *supra*.

<sup>158</sup> Sur le modèle de la corégulation, v. L. Hennebel et G. Lewkowicz, « Corégulation et responsabilité sociale des entreprises », *op.cit.* ainsi que B. Frydman, « Coregulation: A Possible Model for Global Governance » in B. De Schutter et J. Pas (ed.), *About Globalization, View on the Trajectory of Mondialisation*, Bruxelles, VUB Brussels University Press, 2004, p. 227 et s. Pour une application du modèle au cas des agences de notation, v. P. Yeoh, « Self-regulation, Regulation, Co-regulation: The Credit Rating Industry Case », *Journal of Business Law*, 2, 2013, p. 186 et s.

naissance d'un standard mondial *efficace* de régulation et de coordination des comportements. Ses deux principales faiblesses, largement soulignées à l'occasion des crises financières et budgétaires de 2007 à 2011, sont l'absence de *responsabilité* de celles qui sont en charge de son application et son manque de *légitimité*. La contre-offensive des Etats, en contraignant les agences à justifier leur méthodologie et son application, en les soumettant à une obligation générale de publicité ainsi que de motivation de leurs décisions ou en cherchant à les rendre civilement responsables de leurs actes, pourrait bien – il est trop tôt pour le dire – résoudre à la fois ces deux défauts et renforcer par conséquent le pouvoir des agences et leur autorité. Rien ne garantit toutefois que ce processus d'institutionnalisation se fasse au bénéfice des Etats, en particulier, de ceux du cœur de l'économie mondiale. Quand les agences de notation financière seront devenues les auteurs et interprètes des normes légitimes qui définissent la bonne gouvernance économique et budgétaire ainsi que les régulateurs mondiaux efficaces et responsables de l'allocation globale du crédit, quels arguments les Etats auront-ils encore pour s'opposer à leurs règles et à leurs jugements lorsqu'ils leur seront défavorables ? Ainsi, l'histoire de la lutte globale pour le droit à laquelle se livrent les Etats et les agences pourrait bien nous dévoiler comment naît dans un contexte particulier, par la mise sous pression d'un point de contrôle de la société mondiale, une norme d'un droit global en gestation dont l'édification est le résultat de l'action tout azimut des acteurs les plus variés, mais n'entre nullement dans leurs desseins.

Telle que nous l'avons examinée ici, la lutte entre les agences et les Etats vise surtout à déterminer *qui* établit les standards et contrôle leur respect et *qui* est responsable devant quel autre en dernier ressort. A cette question qui rejoint somme toute celle, classique, de la *souveraineté* dans la philosophie politique moderne, s'en ajoute toutefois une autre, bien plus importante, qui porte sur le contenu des normes appliquées par les agences. D'aucuns les contestent en effet vivement. Or, la manière la plus simple de s'opposer à une norme, consiste parfois simplement à en proposer une nouvelle. De ce point de vue, et même si la confiance des investisseurs ne se conquiert pas aisément, la notation constitue, en tant que telle, un instrument normatif simple, peu coûteux à développer et donc disponible pour tout le monde. Dans une société globale faiblement institutionnalisée, nombreux sont les aventuriers de la norme qui n'hésitent pas, spécialement lorsque les temps sont troublés, à s'improviser législateurs et à bricoler, avec plus ou moins de talent et de succès, des dispositifs de régulation originaux véhiculant des standards conformes à leurs valeurs ou à leurs intérêts<sup>159</sup>. Le domaine de la notation financière ne fait pas exception. On voit ainsi littéralement pulluler les initiatives émanant d'acteurs, parfois improbables, qui

---

<sup>159</sup> Ceci s'observe par exemple pour cet autre instrument normatif simple et peu coûteux que constitue le code de conduite. V. B. Frydman et G. Lewkowicz, « Les codes de conduite : source du droit global ? », *op.cit.*

entendent bien tenter leur chance d'imprimer leur cadence au rythme du monde en mettant en circulation de nouveaux *ratings*, de nouvelles méthodologies et de nouveaux standards d'évaluation. Ceci conduit à envisager un quatrième scénario qui n'est pas exclusif des deux derniers : de nouveaux acteurs de la notation pourraient s'imposer et favoriser soit une modification substantielle du standard de la notation financière, soit une diversification des modèles de la notation de crédit susceptible de conduire à une réelle fragmentation.

De ce point de vue, les Etats ne sont pas en reste. Certains ont d'ailleurs bien compris que les instruments normatifs alternatifs sont des armes politiques intelligentes souvent bien plus efficaces que le droit international pour promouvoir leurs intérêts. C'est notamment le cas de la Chine qui a saisi, et depuis longtemps, les enjeux colossaux de ces instruments dans un monde globalisé comme en témoigne, par exemple, sa politique proactive de développement, depuis son accession à l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) en 2003, de nouveaux standards dans tous les secteurs de la normalisation technique<sup>160</sup>. Dans le monde universitaire, elle a réussi à faire de l'*Academic Ranking of World Universities*, plus connu sous le nom de classement de Shanghai, la mesure de l'excellence académique mondiale<sup>161</sup>. Pourquoi la notation financière échapperait-elle à sa stratégie d'influence normative globale ? Jamais en retard d'une idée, elle avait déjà créé en 1994 sa propre agence de notation, *Dagong*, en s'inspirant du modèle des trois grandes<sup>162</sup>. Elle espère à présent se positionner sur le marché international de la notation en concluant des alliances stratégiques afin de propulser une nouvelle agence sur la scène mondiale. Elle a ainsi été à la manœuvre de la création en 2012 d'une *joint-venture* dénommée *Universal Credit Rating Group* avec l'agence de notation russe *RusRating* et l'agence américaine *Egan Jones*<sup>163</sup>. En mars 2013, elle jouait un rôle de premier ordre dans les négociations visant à créer une agence de notation commune avec les économies émergentes du Brésil, de la Russie, de l'Inde et de l'Afrique du Sud<sup>164</sup>. Nul doute que le référentiel normatif véhiculé par ces initiatives n'aura pas grand-chose à voir avec celui des trois grandes. *Dagong* a par exemple, on l'imagine, une toute autre idée des éléments pertinents pour mesurer le score politique des Etats. En matière de notation

---

<sup>160</sup> V. W. Ping, W. Yiyi et J. Hill, « Standardization Strategy of China - Achievements and Challenges », *East-West Center Working Papers Economics Series*, 107, janvier 2010 ainsi que de manière plus complète, D. Ernst, *Indigenous Innovation and Globalization: The Challenge for China's Standardization Strategy*, Honolulu, East-West Center, 2011. V. aussi dans le domaine de la responsabilité sociale des entreprises, L. Hennebel et G. Lewkowicz, « Corégulation et responsabilité sociale des entreprises », *op.cit.*, p. 173 et s.

<sup>161</sup> V. N.C. Liu, « The Story of Academic Ranking of World Universities », *International Higher Education*, 54, 2009, p.2 et s.

<sup>162</sup> Sur la naissance et le fonctionnement de *Dagong*, v. D. Ling, « *Dagong* ou les contradictions d'une agence de notation à la fois internationale et patriotique », *Outre Terre*, 32, 2, 2012, p. 67 et s.

<sup>163</sup> « Une nouvelle agence de notation veut s'imposer », *Le Figaro*, 24 octobre 2012.

<sup>164</sup> «BRICS Credit Rating Agency Proposal Being Finalized», *The Moscow Times*, 25 mars 2013.

souveraine, elle critique ainsi ouvertement le fait que « *les trois agences insistent pour évaluer le risque politique et la qualité des institutions à la lumière de l'idéologie politique occidentale* » et qu'elles croient que le développement économique bénéficie d'un système garantissant « *la séparation des pouvoirs, la large participation des citoyens dans le processus politique et des médias indépendants* ». La méthodologie de *Dagong* entend au contraire se libérer du mythe du « *standard unique* » tant il est vrai que des Etats avec « *un pouvoir politique relativement centralisé peuvent se concentrer sur la résolution des problèmes les plus urgents en matière de réforme économique* »<sup>165</sup> et être de la sorte plus efficaces... Aussi mesure-t-on bien à quel point les initiatives chinoises, et d'ailleurs plus généralement celles du Sud, pourraient significativement transformer le contenu d'une norme globale à venir. Elles pourraient d'ailleurs contrarier l'hypothèse même de sa naissance, en favorisant une logique plus internationale de sphères d'influence.

D'autres initiatives sont plus intrigantes et, si elles sont *prima facie* moins prometteuses, laissent percevoir, dès lors qu'on accepte l'hypothèse de nouveaux entrants sur le marché de la notation, l'étendue du champ des possibles dans la définition d'un futur standard global. A titre d'exemple, l'Université Nationale de Singapour propose, selon une logique fondée sur une parfaite transparence, un dispositif de notation des souverains open-source et en ligne<sup>166</sup>. En 2010, deux ingénieurs ont mis au point un système de *rating* collaboratif 2.0, appelé *wikirating*, qui entend devenir « *the transparent world credit rating organization* » en mettant en œuvre une méthodologie originale combinant mesures économétriques et sondages d'opinion<sup>167</sup>. En France, le projet d'une agence de notation souveraine, *Riskergy*, qui intègre dans sa méthodologie les risques énergétiques, se développe depuis 2013 et proposera dès 2015 des *ratings* prenant en considération une dimension écologique dans l'analyse des risques financiers<sup>168</sup>.

Ces initiatives multiples émanant d'Etats, d'Universités, d'entreprises ou même de simples particuliers sont autant de contestations plus ou moins radicales des standards véhiculés par les notations des trois grandes. Elles rappellent que, au-delà du bras de

---

<sup>165</sup> Dagong, "Building a New Sovereign Rating Standard", 7 septembre 2012, disponible en ligne à l'adresse [http://en.dagongcredit.com/content/details58\\_6634.html](http://en.dagongcredit.com/content/details58_6634.html) (notre traduction).

<sup>166</sup> Consultable en ligne à l'adresse <http://rmicri.org/home/>. Les dispositifs de notation financière *open source* sont particulièrement nombreux à s'être développés depuis 2007. Notons ici pour l'exemple le système développé par la société *Open Source Investment Services* (disponible en ligne à l'adresse <http://www.os-is.com/open-source-credit-rating>) ou celui mis en place par l'initiative californienne *Public Sector Credit Solutions* (disponible en ligne à l'adresse <http://www.publicsectorcredit.org/index.html>) qui a conclu, en novembre 2012, un partenariat avec Wikirating.

<sup>167</sup> Consultable en ligne à l'adresse [http://www.wikirating.org/wiki/Main\\_Page](http://www.wikirating.org/wiki/Main_Page). Sur l'histoire de cette agence 2.0, lire « Wikirating, le futur des agences de notation? », *ICT Journal*, 23 février 2012.

<sup>168</sup> V. le site du projet, <http://riskergy.com/>.

fer entre les agences de notation financière et les Etats pour déterminer qui contrôle qui, rien n'est encore joué sur le point de savoir quels seront les standards de la notation financière et, partant, de la bonne gouvernance économique et budgétaire de demain. On peut évidemment être tenté de croire que les modèles alternatifs tels que *wikirating*, bricolés sur un coin de table par deux ingénieurs, sont d'emblés exclus de la compétition. Il faut toutefois savoir tirer les leçons de l'histoire. Lorsqu'il décida d'évaluer la santé financière des entreprises de chemins de fer en leur attribuant trois petites lettres, bien malin celui qui aurait pu prédire à John Moody que le dispositif normatif qu'il inventait en 1909 serait un jour l'objet de l'attention de toutes les nations.

### III. Conclusion

L'avenir dure longtemps. Bien qu'on puisse se risquer à dresser des scénarios, l'issue de la lutte globale pour le droit engagée entre les agences de notation financière et les Etats demeure incertaine. Malgré l'offensive puissante des pouvoirs publics pour réduire leur voilure, les agences de notation résistent en effet politiquement, médiatiquement et juridiquement, aux nouvelles contraintes qu'on tente de leur imposer. L'hypothèse la moins vraisemblable n'est toutefois pas que les agences de notation sortent finalement renforcées de cette confrontation. Leur mise sous pression tout azimut pourrait en effet leur profiter en les instituant en gardiennes d'un standard de l'allocation globale du crédit, en même temps que d'un étalon de la bonne gouvernance publique et privée, d'autant plus puissant qu'il sera, par la grâce de l'action des pouvoirs publics, à la fois plus légitime et appliqué par des agences civilement responsables.

Le philosophe belge Eugène Dupréel, chef de file de l'Ecole de Bruxelles, parlait de « *promotion dans la consistance des êtres* » pour désigner cette propriété étonnante des choses en général à se renforcer sous l'effet de l'assaut incessant de facteurs extérieurs. Il avait même proposé une nouvelle science destinée à étudier toute chose comme « *l'histoire intégrale de leurs accidents* »<sup>169</sup>, laquelle devait déboucher notamment sur une « *théorie de la consolidation* »<sup>170</sup> visant à expliquer comment des éléments disparates s'agglomèrent et tiennent ensemble. Le temps des héros fondateurs de sciences nouvelles est bien entendu révolu. C'est toutefois parce qu'elle est riche d'enseignement sur cette consistance si particulière des normes, et sur la manière dont elles se tissent dans un monde globalisé, que l'histoire de la montée en puissance des agences de notation financière, et de la lutte pour le droit à laquelle elle donne lieu, peut et doit intéresser le philosophe du droit.

---

<sup>169</sup> V. E. Dupréel, *La pragmatologie*, ed. du Parthénon, Bruxelles, 1955, p. 19.

<sup>170</sup> V. *Ibidem*, p. 77 et s.

Cette histoire nous rappelle d'abord, contre l'inconscient hobbesien d'une certaine théorie du droit, que la norme peut se construire par le bas, sans s'inscrire dans le registre de la volonté ou du commandement d'un souverain. A la manière de celle qui conduit deux rameurs sur un canot à synchroniser leurs mouvements, la norme est bien souvent une réponse à un problème spécifique d'orientation ou de coordination de l'action qui la rend nécessaire. Elle dépend par conséquent du contexte, de la configuration de la situation, qui prédétermine largement la forme et la nature de la norme qui parviendra à s'imposer en s'enchâssant dans les structures et les mécanismes existants. La propension d'une norme, telle que les notations de crédit, à s'ancrer dans un contexte spécifique constitue à ce titre un élément central de sa consistance et de sa capacité à résister aux tentatives de déstabilisation, comme le démontre par exemple les difficultés pratiques insolubles rencontrées par les Etats pour désintoxiquer les marchés des *ratings*.

La montée en puissance des agences de notation nous enseigne deuxièmement que, dans un environnement non-souverain, la consolidation d'une norme dépend de sa capacité à faire exister des pratiques et à servir d'instrument aux acteurs, autant que de sa propension à établir des relations avec des normes existantes. La consécration des notations de crédit n'aurait sans doute pas été aussi spectaculaire si elles n'avaient pas pu servir de base à des clauses contractuelles spécifiques, à des logiciels informatiques ou à des calculs de ratio de solvabilité. Elle aurait peut-être échoué si les notations n'avaient pas établi de relation de symbiose avec les indicateurs de la BM ou ceux de *Transparency International*.

Troisièmement, le cas des agences de notation nous enseigne que le modèle de la loi n'est ni le seul, ni d'ailleurs peut-être le plus pertinent, pour comprendre le vaste monde des normes. En confondant la norme et le support textuel de sa formulation, il couvre notre regard d'un voile qui nous empêche parfois de simplement même reconnaître une norme lorsque nous la rencontrons. Les notes de crédit se disent en lettres, comme d'autres indicateurs se disent en chiffres, elles n'en véhiculent pas moins des normes dont le sens est relativement bien compris par les acteurs qui s'y conforment. Le modèle de la loi nous oblige également à penser à tort l'établissement de la norme et sa sanction comme deux moments distincts. Il nous pousse ainsi à surévaluer l'importance du législateur par rapport à celle du juge. Ce dernier a pourtant souvent été antérieur à l'établissement d'une quelconque législation, à l'instar des agences qui ont jugé les émetteurs avant de rendre publique leur méthodologie et les déterminants de leurs notations. En limitant considérablement notre champ de vision, le modèle de la loi nous rend ainsi aveugle à une série d'instruments qui déploient des normativités alternatives au droit classique, qui n'en sont pour autant pas moins obligatoires et qui se jouent d'ailleurs régulièrement des normes juridiques formelles.

Enfin, l'histoire de la lutte entre les Etats et les agences de notation nous invite à mieux comprendre la logique de l'action qui préside à la formation de normes globales. Celles-ci ne résultent pas d'un accord ou d'un partenariat bienveillant. Elles sont plutôt le fruit d'une dynamique à laquelle les acteurs de la société globale, Etats en tête, concourent parfois malgré eux. Les pressions et les contraintes qu'ils cherchent tous à faire peser sur ceux qui, par chance ou par ingéniosité, occupent une position de régulateur de fait, conduisent dans bien des cas ces derniers – qui n'avaient pourtant de comptes à rendre à personne – à modifier leur mode de fonctionnement et les normes qu'ils appliquent pour répondre aux sollicitations ou aux demandes de justification qui leur sont adressées. Elles renforcent ainsi la consistance des dispositifs normatifs dont l'institutionnalisation bénéficie finalement des stratégies de leurs opposants. Cette logique de l'action, que tente de capturer le concept de lutte globale pour le droit, permet de toujours réinscrire, à bonne distance de toute idéologie, la naissance des normes dans la dynamique des conflits dont elles résultent et qu'elles arbitrent nécessairement.

L'histoire intégrale des accidents de la notation financière, qui constitue peut-être aujourd'hui un des exemples les plus aboutis de la formation d'un standard mondial, fait ainsi figure de paradigme pour l'étude d'un droit global en formation. Elle ouvre au philosophe du droit, s'il accepte de ne pas être un simple gardien du temple, une voie d'accès à une raison juridique élargie si nécessaire pour comprendre les transformations normatives qui se jouent sous nos yeux. Cette histoire invite enfin le praticien du droit ingénieux à étendre la palette des instruments normatifs qu'il doit maîtriser, s'il souhaite ne pas être demain, dans l'empire des normes, à la remorque des managers, des économistes et des autres spécialistes du chiffre.