

# Le pouvoir normatif des agences de notation

par  
**Benoit Frydman<sup>1</sup>**

Dans un éditorial publié au *New York Times* en 1995, Thomas Friedman écrivait : « (...) Nous vivons dans un monde avec deux super puissances : les Etats-Unis et Moody's. Les Etats-Unis peuvent détruire un pays en le bombardant ; Moody's en dégradant sa note »<sup>2</sup>. Depuis lors, le monde a continué d'évoluer. Nous avons appris à relativiser, malgré son importance, la puissance militaire des Etats-Unis et nous avons commencé à prendre conscience, en Europe, du pouvoir des agences de notation et à nous intéresser à leur arsenal de petites lettres. Etrange pouvoir que celui de noter, d'évaluer, qui n'est pas sans nous rappeler le temps de l'école ; mais pouvoir réel, implacable parfois, dont la force se mesure aux effets qu'il produit<sup>3</sup>. L'objet de cet article est de montrer pourquoi et comment les agences de notation exercent, à l'égard des Etats et des collectivités publiques, un véritable pouvoir normatif, de portée politique<sup>4</sup>.

Dans les travaux que nous consacrons depuis plus de dix ans, au sein du Centre Perelman de philosophie du droit et de l'Ecole de Bruxelles<sup>5</sup>, aux conséquences de la globalisation sur le droit et aux normativités globales, nous avons pu constater que les phénomènes de mondialisation actuellement en cours dans de nombreux secteurs ne se traduisent pas seulement par un changement d'échelle de la régulation, qui serait logiquement amenée à évoluer, par un mouvement d'intégration progressive, du niveau national vers un niveau régional (pour nous européen) et

---

<sup>1</sup> Professeur à l'Université Libre de Bruxelles (ULB) et à Sciences Po (Paris). Président du Centre Perelman de Philosophie du Droit.

<sup>2</sup> Th. Friedman, « Foreign Affairs ; Don't Mess with Moody's », *New York Times*, 22 février 1995, consultable en ligne à l'adresse : <http://www.nytimes.com/1995/02/22/opinion/foreign-affairs-don-t-mess-with-moody-s.html>.

<sup>3</sup> Parmi la littérature récente considérable à laquelle donne lieu la question de l'évaluation, voyez en philosophie politique, « L'idéologie de l'évaluation. La grande imposture », *Cités*, n° 37, 2009. – A paraître : B. Frydman et A. Van Waeyenberge (dir.), *Gouverner par les normes : de Hume aux rankings et aux indicateurs*, Bruyant, col. « Penser le droit », 2013.

<sup>4</sup> L'ouvrage de Timothy Sinclair, *The New Masters of Capital. American Bon Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness* (Cornell U.P., 2005) constitue la référence principale que nous avons utilisée dans cet article. Bien qu'il ait été publié avec les récentes crises bancaires et financières et de la dette souveraine en Europe, qui ont mis les agences de notation sur la sellette et sur le devant de la scène en Europe, les analyses qu'il développe et qui s'appuient sur des données antérieures ont conservé toute leur pertinence et nous ont fourni nombre d'arguments développés dans cet article.

<sup>5</sup> Le Centre Perelman de philosophie du droit est un centre de recherches basé à la Faculté de droit de l'ULB. Il a été fondé en 1967 par Chaïm Perelman et Paul Friers et constitue le fer de lance de l'Ecole de Bruxelles, qui développe une conception pragmatique du droit, appliquée en particulier à l'émergence et au développement de nouvelles normativités globales. Voyez les travaux publiés et référencés sur le site du Centre Perelman : [www.philodroit.be](http://www.philodroit.be).

mondial, mais aussi et surtout par un changement de nature des normes développées et mises en œuvre. Si la mondialisation réduit l'effectivité des règles juridiques étatiques, on n'assiste pas pour autant à la régulation des échanges par les seuls mécanismes du marché, ni à l'émergence d'un Etat mondial, ni même à la transformation progressive du droit international en un véritable droit global ou cosmopolitique, mais bien plutôt, en pratique, à l'émergence et à la montée en puissance de nouveaux dispositifs de régulation, adossés à de nouveaux « points de contrôle »<sup>6</sup>, qui mettent en œuvre des normes de formes différentes des règles juridiques classiques, notamment de types technique et managérial<sup>7</sup>.

La montée en puissance des agences de notation illustre parfaitement cette thèse dans un secteur pionnier et central de la globalisation, celui des marchés financiers. La politique de dérégulation délibérée, menée d'abord aux Etats-Unis puis imposée en Europe et dans le monde à partir des années 1980, a non seulement permis le décloisonnement et la globalisation des marchés par le démantèlement des barrières et des régulations nationales, mais encore favorisé leur développement et l'extraordinaire prolifération des titres en circulation par l'effet de leur diversification et des initiatives de l'ingénierie financière. Elle a surtout, pour ce qui nous intéresse ici, permis ce que l'on a qualifié, de manière à vrai dire ambiguë, la « désintermédiation » bancaire, qui a profondément modifié l'équilibre du système en place de corégulation du crédit<sup>8</sup>. Dans l'ancien système, qui reposait sur la réglementation financière issue de la crise de 1929, l'allocation et la régulation nationales du crédit dépendaient principalement de la Banque centrale, des autorités prudentielles et des banques elles-mêmes qui, en tant que contrepartie dans les opérations de crédit, avaient un intérêt patrimonial direct à sélectionner les emprunteurs et à évaluer correctement le risque de leur insolvabilité. La désintermédiation bancaire signifie que désormais les emprunteurs, dans une proportion bien plus considérable, se financent directement sur les marchés, où ils trouvent de l'argent frais plus facilement et moins cher qu'auparavant dans les banques ; tandis que les investisseurs préfèrent eux aussi de plus en plus à la sécurité des dépôts, les espérances de gains supérieurs des portefeuilles de titres. Les banques ne disparaissent certes pas du jeu, mais leur fonction d'intermédiaire évolue progressivement du statut de prêteur et de dépositaire à celui de monteur de projet, d'arrangeur et de courtier, tirant leur rémunération non plus en ordre principal de la différence entre le taux auquel elles prêtent et celui auquel elles rémunèrent les

---

<sup>6</sup> L'expression est utilisée dans le domaine de la régulation de l'Internet : J. Zittrain, « Internet Points of Control », 20 *Boston College Law Review* (2003), 653. – J. Rifkin évoque lui de manière plus générale les « garde-barrière » (*gatekeepers*) dans *L'âge de l'accès. La vérité sur la nouvelle économie*, éd. La découverte, 2000.

<sup>7</sup> Pour un exposé approfondi de ces questions et une synthèse de nos travaux : B. Frydman, « Comment penser le droit global ? », in J.-Y. Chérot et B. Frydman (dir.), *La science du droit dans la globalisation*, Bruylant, 2012, 17-48.

<sup>8</sup> Nous avons recours au terme de « co-régulation » pour désigner les dispositifs et les situations dans lesquelles la régulation repose sur l'interaction, concertée ou non, de plusieurs acteurs différents, qu'ils soient publics et privés. Sur cette notion, voyez en particulier : Th. Berns, B. Frydman et al., *Responsabilités des entreprises et corégulation*, Bruylant, col. « Penser le droit », 2007.

dépôts, mais bien des commissions perçues pour leur intervention à l'occasion des opérations auxquelles elles ne sont plus directement parties et dont elles n'assument donc plus les risques ni économiquement ni juridiquement.

Cependant, les investisseurs se trouvent un peu perdus devant la masse et surtout l'extraordinaire diversification des produits financiers que les effets combinés de la globalisation, du décloisonnement, de la désintermédiation et de l'ingénierie financière (qui met au point des instruments structurés, titrisés, options, certificats et autres assurances, toujours plus complexes et nombreux) déversent chaque jour sur les marchés et entre lesquels ils sont amenés à choisir la solution la plus sûre et la plus rentable. Or, les banques qui, comme on l'a dit, sont moins directement concernées par la solvabilité d'emprunteurs qui se financent directement sur les places, tendent à réduire les coûts de leurs départements d'analyse financière et à externaliser la fonction d'évaluation des risques. Dans ces conditions, les investisseurs ont besoin d'un « guide » pour s'orienter dans la galaxie financière, dénicher les bons plans et les bonnes adresses, qu'ils trouvent tout naturellement dans les grandes agences de notation, établies de longue date aux Etats-Unis. D'autant que ces agences fournissent, à la manière des guides de voyage, une information simple et claire, immédiatement compréhensible et comparable, sous la forme de quelques lettres répétées en un certain nombre d'occurrences. Dans un régime dérégulé, qui repose sur la confiance dans les professionnels et le laissez faire des autorités prudentielles, les comportements qui ne peuvent plus se régler sur la loi, sont régis par l'image et la réputation, et subissent dès lors « le despotisme de l'opinion », comme toujours en pareille situation, ainsi que l'avait déjà remarqué Cesare Beccaria à la fin de l'Ancien Régime<sup>9</sup>. Les grandes agences de notation remplissent, comme dans d'autres domaines les critiques gastronomiques, littéraires ou cinématographiques, une fonction de « leader d'opinion » d'autant plus influente qu'elles ne sont que trois<sup>10</sup>. Les avis de ce jury de « concours de beauté », dont parlait Keynes<sup>11</sup>, deviennent ainsi les oracles du « tribunal de l'opinion »<sup>12</sup> capitaliste, qu'on appelle les marchés, dont les verdicts ont d'autant plus de poids que les investisseurs prouvent le mouvement en marchant et réalisent parfois voire outrepassent les prophéties des agences en prenant « the Wall Street Walk », en refusant de souscrire ou en cédant les titres mal notés ou en exigeant de leurs émetteurs des primes plus élevées.

---

<sup>9</sup> C. Beccaria, *Des délits et des peines* (1764), § 9 « De l'honneur » qui oppose et préfère au « despotisme de l'opinion » auquel soumet le règne de l'honneur, celui de la loi, qui seul libère les individus de la contrainte du pouvoir et des autres.

<sup>10</sup> Voyez sur cette question la contribution de Bruno Colmant dans le présent ouvrage sur la situation oligopolistique des agences de notation.

<sup>11</sup> J.M. Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936), ch. 12.

<sup>12</sup> Le concept de « tribunal de l'opinion » a été développé notamment par Jeremy Bentham parmi les moyens de la « législation indirecte » (J. Bentham, éd. Par E. Dumont, *Traité de législation civile et pénale*, t. II, 4<sup>ème</sup> Partie, Paris, 1820). Voyez l'analyse de cette « fiction » dans le récent essai de G. Tusseau, *La guerre des mots*, Dalloz, 2011.

Ce mouvement s'est trouvé en outre sinon provoqué du moins grandement amplifié par les autorités publiques et les autorités prudentielles, qui ont conféré au fil du temps un caractère authentique à l'opinion des agences. Le jugement de celles-ci fait désormais autorité, par l'effet de plusieurs réglementations qui, par exemple, interdisent aux investisseurs institutionnels l'achat de certains titres qualifiés de spéculatifs en dessous d'une certaine note ou obligent à les comptabiliser à leur valeur de marché (plutôt qu'à leur valeur nominale) ou encore déterminent par référence à la note, à l'instar des accords de Bâle II, le ratio de fonds propres qui doit être conservé en guise de couverture<sup>13</sup>. Un tel mécanisme d'*empowerment*, par lequel le régulateur public repère un acteur privé comme « point de contrôle » et l'investit, directement ou indirectement, d'un pouvoir normatif, n'est nullement spécifique au secteur financier, mais au contraire largement diffusé et repérable dans d'autres domaines exposés aux défis réglementaires de la mondialisation<sup>14</sup>. Cette logique a sans doute dans une large mesure, mais pas nécessairement en vertu d'un plan concerté, contribué à installer, dans l'horreur du vide créé par le démantèlement du système précédent, la reprise de la fonction de régulation de l'allocation globale du crédit par les agences de notation. Ce mécanisme se trouve encore renforcé, au-delà des interventions publiques, par des règles et des normes purement privées qui, des statuts des fonds d'investissement aux instructions données aux traders dans les salles de marchés, directement intégrées le cas échéant dans les logiciels informatiques<sup>15</sup>, en passant par les codes de conduite et les lignes directrices, pilotent le comportement des professionnels et le placement de l'épargne, au gré des variations des notes et de la publication des avis de surveillance.

\*

Ces éléments contribuent à expliquer pourquoi nous vivons désormais au rythme imprimé par les agences de notation et comme suspendus à leurs décrets. Mais cette situation implique-t-elle que les agences exercent réellement un pouvoir réglementaire effectif ? Beaucoup d'économistes relativisent ou contestent un tel pouvoir en soulignant le caractère endogène de ces notes qui, à la différence des lois qui prétendent imprimer une volonté à la réalité pour modifier le cours des choses ou exécuter un programme politique, ne font souvent que refléter, parfois même avec

---

<sup>13</sup> Pour un examen détaillé et structuré de ces mesures, voyez la contribution d'Alexandre Hublet dans le présent ouvrage.

<sup>14</sup> Notamment la régulation de l'Internet et des réseaux sociaux (B. Frydman et I. Rorive, « Regulating Internet Content Through Intermediaries in Europe and in the U.S.A. », *Zeitschrift für Rechtssoziologie* 23 (2002), Heft 1, pp. 41-59 et B. Frydman, L. Hennebel et G. Lewkowicz, « Public strategies for Internet co-regulation in the United States, Europe and China », in E. Brousseau, M. Marzouki., C. Meadel, (dir.), *Governance, Regulations and Powers on the Internet*, Cambridge University Press, 2012) et celui de la responsabilité sociale des entreprises (B. Frydman, « Stratégies de responsabilisation des entreprises transnationales à l'ère de la mondialisation », in *Responsabilités des entreprises et corégulation*, Bruylant, 2007, pp. 1-50).

<sup>15</sup> Cf. l'intervention orale du Pr. Hugues Pirotte lors du colloque « Les agences de notation entre les Etats et les marchés », Académie Royale de Belgique, Bruxelles, 26 mars 2012.

retard, les réactions des marchés<sup>16</sup>. Les observateurs ont ainsi noté que la perte par les Etats-Unis et la France de leur note AAA n'avaient pas entraîné de hausse du taux d'intérêt auxquels ces pays empruntent dès lors que la situation financière ayant justifié la dégradation de leurs notes était connue et d'ores et déjà anticipée par les marchés. Les agences ne seraient, selon cette analyse, que le faux nez des marchés et le pouvoir qu'elles exerceraient en propre serait en réalité nul.

Cette analyse est probablement exacte, mais partielle et doit être complétée. Si les agences ne jouissent d'aucun pouvoir de régulation à l'égard des marchés, elles exercent cependant une influence bien réelle sur les emprunteurs, publics ou privés, qui ont besoin qu'elles leur délivrent une « bonne note » pour pouvoir se financer de manière abordable sur les marchés ou pour d'autres raisons, notamment de réputation de bonne gouvernance<sup>17</sup>. Ce souci d'obtenir la meilleure note possible conduit les candidats emprunteurs, comme tous les élèves appliqués, à anticiper les critères auxquels recourent les agences pour délivrer leurs notes et à y ajuster autant que possible leur politique et leurs déclarations. L'intérêt tout particulier prêté aux critères de notation s'exprime d'ailleurs clairement dans les revendications insistantes d'une publication par les agences de leur méthodologie, qui est désormais obligatoire. Une telle exigence de publicité, aussi ancienne que la loi des XII tables, manifeste bien l'importance attachée à ces critères et fournit ainsi un indice de leur valeur normative. Un indice supplémentaire dans le même sens est donné par l'importante activité de conseil développée par les agences de notation afin de permettre aux candidats à l'emprunt d'améliorer la note de leurs titres, même si les revenus dégagés par ces activités de « cours du soir » ont été à juste titre critiqués comme constitutifs de conflits d'intérêts dans le chef des agences.

L'étude des précédents nourrit à cet égard un dossier bien documenté quant à l'influence des agences sur les décisions stratégiques des emprunteurs publics et privés et il n'a pas fallu attendre la crise de la dette souveraine dans la zone euro pour l'alimenter. Dans son très bon ouvrage *The New Masters of Capital*, Timothy Sinclair a ainsi exposé dès 2005, de manière très claire et convaincante, le pilotage par les agences, par le jeu des dégradations et des bonifications de notes et des avertissements, de la politique d'entités publiques nationales ou locales contraintes à

---

<sup>16</sup> Niklas Luhmann a bien mis en évidence cette différence entre les «attentes normatives», qui résistent à la falsification par les faits et prétendent modifier les faits et les «attentes cognitives», qui s'y adaptent, comme les théories scientifiques lorsqu'une observation ou une expérience met en lumière un phénomène nouveau incompatible avec la prédiction de la théorie ancienne (N. Luhmann, « L'unité du système juridique », *Archives de philosophie du droit*, t. 31, 1986, pp. 163-188, spéc. pp. 172-3. et « Le droit comme système social », *Droit et société*, 1989, n°11-12, pp. 53-66, spéc. p. 56.). Cette distinction entre attentes normatives et cognitives sépare d'ailleurs chez Luhmann le droit des normativités techniques.

<sup>17</sup> Ou bien même pour des raisons plus politiques. On se souvient du AAA de la France présenté par Nicolas Sarkozy comme un «trésor national» et les craintes inspirées par une éventuelle dégradation (qui s'est effectivement produite) sur le résultat de la campagne électorale, lors de laquelle le Président français sollicitait un second mandat qu'il n'a pas obtenu comme on sait.

l'emprunt<sup>18</sup>. Les agences de notation n'ont pas hésité à dégrader sévèrement la note de certaines villes ou de certains Etats lorsque les budgets ou les politiques présentées par les autorités publiques ou encore leur mode de gouvernance ne correspondaient pas à leurs attentes. Elles ont également procédé à des dégradations en vue de provoquer un changement de politique, notamment à l'occasion d'élections. Tel a été notamment le cas dans l'Etat australien de Victoria en 1992, où la dégradation de la note a créé le choc psychologique nécessaire à l'acceptation d'une politique d'austérité financière, aujourd'hui généralisée dans toute l'Australie<sup>19</sup>. A New York city, les agences, alliées à d'autres organismes de surveillance comptable, ont mené une lutte de longue haleine pour parvenir à modifier les structures de gouvernance financière de la ville<sup>20</sup>. Lorsqu'elles désapprouvaient certains plans de redressement, ces mêmes agences n'ont pas hésité à dégrader les titres de Philadelphie<sup>21</sup> et de Detroit<sup>22</sup> au rang de produits spéculatifs, privant de fait ces deux cités en difficulté de tout accès au marché financier pour refinancer leur dette, jusqu'à ce qu'elles changent de maire et de politique. Des bras de fer spectaculaires ont été engagés contre les agences par certains gouvernements « souverains », contestant leur dégradation, comme l'Australie en 1989<sup>23</sup> et le Japon en 2002<sup>24</sup>, bien avant donc la crise des dettes souveraines en Europe. Toutefois, dans tous ces cas, les mauvaises notes ont été maintenues et les politiques publiques finalement modifiées pour regagner la faveur des investisseurs. Dans d'autres cas, comme l'Argentine en 1992 et le Sénégal en 2000, les agences ont récompensé par de substantielles améliorations de notes les politiques favorables aux investissements étrangers menées dans ces pays émergents<sup>25</sup>.

La notation est loin d'être une activité mécanique, le produit arithmétique d'un calcul effectué sur des données économiques selon une formule invariable. Les procédures des comités montrent que les évaluations dépendent principalement du jugement des experts, qui votent sur les notes à attribuer et disposent d'une très large liberté d'appréciation, y compris subjective. En outre, ceux-ci, loin de se limiter à des informations strictement économiques, financières et budgétaires, recourent, pour évaluer les entités publiques, à bien d'autres données issues, comme l'évolution démographique, les conditions de sécurité, la qualité de vie, etc. Mais, au final, la politique préconisée par les agences, telle qu'on peut la dégager implicitement des notes qu'elles attribuent et de leur motivation, est assez claire. Il s'agit essentiellement

---

<sup>18</sup> Voyez *The New Masters of Capital*, op. cit., 93-118 et 14. Sinclair étudie également l'effet de l'anticipation des notations sur les sociétés privées, mais ceci sort du cadre de la présente étude.

<sup>19</sup> T. Sinclair, *op. cit.*, 103-104 et 140-141.

<sup>20</sup> T. Sinclair, *op. cit.*, 114-117.

<sup>21</sup> T. Sinclair, *op. cit.*, 97-102.

<sup>22</sup> T. Sinclair, *op. cit.*, 104-108.

<sup>23</sup> T. Sinclair, *op. cit.*, 140.

<sup>24</sup> T. Sinclair, *op. cit.*, 144.

<sup>25</sup> T. Sinclair, *op. cit.*, 146.

de réduire les déficits publics par la réduction du nombre de fonctionnaires et des programmes de pension du personnel public ; de tailler dans les dépenses de services publics, en particulier dans les domaines de l'éducation et de la santé ; de procéder à des privatisations massives et d'adopter des politiques de modération salariale pour restaurer la compétitivité de l'entité. Rien de très différent sur le fond des programmes d'ajustement structurel à l'adoption desquels le Fonds Monétaire International conditionne l'octroi de ses prêts aux Etats.

On peut approuver une telle politique, voire même estimer qu'elle est frappée au coin du bon sens et la seule possible. Certains économistes et certains politiques le font ; d'autres le contestent ; d'autres encore estiment que tout est affaire de conjoncture et qu'il faut se montrer pragmatique. Quoi qu'on en pense, ce qui apparaît troublant en l'espèce, c'est que le choix de cette orthodoxie budgétaire s'impose à des acteurs publics et, pour certains, « souverains », en dehors de tout pouvoir politique ou juridique établi, par l'effet putatif des jugements prononcés par quelques acteurs privés. Entendons-nous bien. Il ne s'agit pas pour moi d'affirmer que les agences seraient les nouveaux Leviathans, qu'elles ambitionneraient de substituer leur empire à la juridiction des Etats afin de s'imposer comme les véritables maîtres du monde. Non, leur emprise relève d'une autre nature que le bon plaisir des princes et leur ancestrale volonté de puissance. Le pouvoir qu'elles exercent ne repose pas sur la force de la contrainte, mais sur l'autorité, au sens de la valeur de vérité que l'on reconnaît à une opinion ou à son auteur<sup>26</sup>. Il ne repose pas sur les commandements d'une loi, mais sur le souci des acteurs de préserver leur réputation. Il ne s'inscrit pas dans une relation entre gouvernants et gouvernés, mais résulte de la structure même d'un dispositif d'information, de communication et de surveillance. En d'autres termes, il ne s'agit pas d'un pouvoir classique, au sens moderne du terme, mais bien d'un dispositif de « pilotage à distance », exercé par delà les frontières, pour le compte des porteurs de capitaux, par le moyen d'un dispositif caractéristique des sociétés de contrôle en milieu ouvert<sup>27</sup>. Il ne s'agit donc pas d'un pouvoir politique, au sens institutionnel du terme, mais il produit bien des effets politiques, en tant qu'il induit des choix et des arbitrages entre des intérêts concurrents.

Ce dispositif de contrôle de l'allocation du capital repose synthétiquement sur la conjonction de quatre éléments, que l'on retrouve généralement aussi sous des formes analogues dans les autres dispositifs sectoriels de régulation globale. Primo, un appareil de standard-setting ou *référentiel normatif*, dont on a vu qu'il demeurerait volontiers de l'ordre de l'implicite, mais qui subit à mesure de l'importance qu'on lui prête des pressions croissantes en vue de sa précision et de sa publication. Ce référentiel, qui représente en quelque sorte l'équivalent de la norme législative ou réglementaire dans un dispositif juridique classique, est cependant aménageable de manière bien plus souple et moins formelle. Secundo, une *procédure d'évaluation* des

---

<sup>26</sup> Sur la notion d'autorité, cf. B. Frydman, *Le sens des lois. Histoire de la raison et de l'interprétation juridique*, 3ème éd., Bruylant, 2012, 204 et s.

<sup>27</sup> G. Deleuze, « Post-scriptum sur les sociétés de contrôle », *L'autre journal*, n°1, Mai 1990, republié dans *Pourparlers*, éd. de Minuit, 1990.

obligations et des débiteurs, qui suppose une surveillance continue et l'expression périodique d'un jugement sur les performances par rapport aux normes de référence. Ce jugement ne s'exprime pas sur un mode binaire comme en droit<sup>28</sup>, mais par le moyen d'une échelle graduée, qui permet de comparer les performances dans le temps et entre les objets mesurés. Tertio, cette procédure est directement reliée à un système de *labellisation* standardisé (les fameuses lettres), qui permet la publication de l'évaluation dans une forme immédiatement perceptible et le cas échéant intégrable dans des processus de décision automatisés. Quarto, enfin, l'effectivité du dispositif repose sur un *incitant* à obtenir de bonnes notes et pour ce faire à respecter les normes émises. Cet incitant découle de la fonction de leader d'opinion, de fait et de droit, des agences, c'est-à-dire à la capacité qu'on leur prête de catalyser le comportement des investisseurs, que cette capacité soit par ailleurs confirmée dans les faits ou non. On retrouve ici les éléments classiques d'un système managérial de *benchmarking* ou de pilotage par les indicateurs tel qu'on le rencontre classiquement dans la gouvernance des entreprises ou la gestion de personnel, mais aussi de plus en plus souvent dans la gestion des services publics et au niveau de la gouvernance globale<sup>29</sup>.

Si l'on comprend mieux ainsi la nature et le fonctionnement du pouvoir des agences de notation, dont Sinclair qualifie la fonction de « quasi-réglementaire »<sup>30</sup>, il faut se garder de s'exagérer, par l'effet de la fascination qu'exerce habituellement la puissance ou par la myopie d'une absence d'imagination et de perspective à long terme, le caractère bien établi et la solidité d'une telle influence. La position actuelle des agences de notation apparaît en réalité fragile, pour deux raisons. D'abord, parce que cette position est fonction du crédit qu'on leur prête et donc aussi de leur réputation. Celui qui un temps « fait » l'opinion ne jouit pas pour autant toujours de sa faveur, mais s'expose davantage à ses humeurs et soubresauts. D'autant que les agences se trouvent investies par leur position, renforcée par la délégation des autorités publiques, d'une mission de confiance, qui tend naturellement à être interprétée par les investisseurs comme une sorte d'assurance ou de garantie, d'ailleurs illusoire, contre les catastrophes et les tempêtes boursières. Si bien que les agences sont mises en cause à chaque crack et autres scandales, non sans raison parfois comme on a pu le mesurer avec la crise de 2007 et la déconfiture des crédits structurés, labellisés en masse « triple A ». Le parallèle s'impose avec les grands cabinets d'audit et on pense spécialement à l'affaire Enron, dont la faillite en 2001 avait entraîné dans sa chute Arthur Andersen, à qui il était reproché d'avoir couvert

---

<sup>28</sup> Qui fonctionne de manière caractéristique sur la base du code binaire du licite et de l'illicite, comme l'a bien observé Niklas Luhmann (« L'unité du système juridique », *op. cit.*, p. 179).

<sup>29</sup> Sur l'utilisation de ces méthodes dans le service public de la justice : B. Frydman, « Le management comme alternative à la procédure », in B. Frydman et E. Jeuland (dir.), *Le nouveau management de la justice et l'indépendance des juges*, Dalloz, 2011, 101-110. – Au niveau des instances de la gouvernance globale : K. Davis, B. Kingsbury, S. Merry, « Indicators as a Technology of Global Governance », *46 Law & Society Review* (2012), 71-104.

<sup>30</sup> T. Sinclair, « The Infrastructure of Global Governance : Quasi-Regulatory Mechanisms and the New Global Finance », *7 Global Governance* (2001), 441-451.



des opérations financières non orthodoxes<sup>31</sup>. L'agence Moody's avait d'ailleurs été un moment mise en cause pour avoir conservé son triple A à Enron jusqu'à la dernière minute, avant de se voir disculpée par un rapport du Sénat américain<sup>32</sup>. Notons cependant que la chute aussi précipitée qu'inattendue d'Arthur Andersen s'est en réalité soldée par des cessions d'actifs auprès de ses homologues et que si les « Big 5 » sont ainsi devenues les « Big 4 », la fonction et le poids global des cabinets d'audit transnationaux n'ont pas été affectés pour autant.

Selon beaucoup d'observateurs, la fragilité des agences résulte en outre de ce qu'elles devraient principalement leur position aux délégations dont elles ont été progressivement investies par les autorités publiques et qui peuvent leur être retirées à tout moment par ces dernières<sup>33</sup>. D'autant que le torchon brûle entre les agences et les Etats, notamment les Etats-Unis et les Etats de l'Union européenne, qui n'ont guère apprécié la dégradation de leur note d'emprunteur souverain et qui sont actuellement engagés dans une véritable lutte de pouvoirs avec les agences de notation<sup>34</sup>. Moody's, s'est d'ailleurs prononcée officiellement en faveur de la suppression de la référence aux notations dans la réglementation financière fédérale américaine<sup>35</sup>. Outre ce désinvestissement public, qui n'a cependant pas eu lieu à ce jour<sup>36</sup>, des mesures plus musclées ont été envisagées et parfois mises en œuvre. Celles-ci relèvent en gros de deux logiques différentes. Les premières tendent, à l'instar de la suppression des références aux notations dans la législation, à réduire plus ou moins sévèrement le pouvoir ou l'influence des agences. Des mesures drastiques ont été préconisées par certains. Ainsi, la suppression pure et simple des agences ou l'interdiction de se prononcer sur des émetteurs ou des émissions souverains ou encore la création d'une agence publique européenne ou internationale. De telles restrictions apparaissent toutefois délicates à mettre en œuvre, en particulier au regard de nos libertés constitutionnelles, dès lors que, d'un point de vue juridique et historique, les agences sont des sortes de journalistes professionnels qui diffusent des informations en publiant leur opinion. Vue sous cet angle, la censure des notes, spécialement des notes « critiquant » les émetteurs publics ou souverains, constituerait une violation manifeste de la liberté de la presse. Dès lors, d'autres mesures beaucoup plus libérales sont envisagées, qui visent à diluer l'influence des agences dans une masse d'opinions

---

<sup>31</sup> T. Sinclair, *op. cit.*, 176-179. – M. De Watriont avait pris le même exemple et s'était prononcé dans le même sens lors de son intervention orale lors du colloque de février 2012 qui fait l'objet du présent ouvrage.

<sup>32</sup> U.S. Senate, Staff of the Committee on Governmental Affairs, "Enron's Credit Rating : Enron's Bankers' Contacts with Moody's and Governmental Officials", January 3, 2003, cité par T. Sinclair, *op. cit.*, 168, n. 102.

<sup>33</sup> Sur l'histoire, la nature et les formes de ces délégations, voyez la contribution d'A. Hublet dans le présent volume.

<sup>34</sup> Voir précisément sur cette question la contribution de G. Lewkowicz dans le présent volume.

<sup>35</sup> Lettre de R. Mc Daniel, président de Moody's à la SEC du 28 juillet 2003, publiée sur le site de l'entreprise, citée par T. Sinclair, *op. cit.*, 171.

<sup>36</sup> Ni aux Etats-Unis, ni en Europe où la référence aux notes des agences a été également incluse dans les législations européenne et nationales à la suite des accords de Bâle II.

plus large, soit en encourageant la multiplication du nombre des agences, soit en incitant, voire en contraignant les investisseurs institutionnels à se faire leur propre opinion, notamment en reconstituant leurs services internes d'information et d'enquête.

Par contre, un autre type de dispositions a d'ores et déjà été mis en œuvre de manière détaillée à la fois dans les réglementations européenne et américaine, inspirées par une logique toute différente. Il ne s'agit plus cette fois de diluer le pouvoir des agences, mais de contrôler la manière dont il est exercé. Participent de cette logique l'ensemble des dispositifs qui portent sur l'agrément des agences, la transparence de leur fonctionnement et de leurs procédures, la publication de leur référentiel normatif, les mesures visant à neutraliser les conflits d'intérêts, notamment entre les activités de notation et de conseil, et bien sûr les dispositions renforçant régime de leur responsabilité contractuelle et aquilienne<sup>37</sup>. Aussi nécessaires que certaines de ces mesures puissent apparaître, elles produisent pourtant l'effet paradoxal de renforcer et d'institutionnaliser la position des agences de notation de régulateur de l'allocation globale du crédit. Par une sorte de mouvement dialectique, les crises à l'occasion desquelles le fonctionnement ou les performances des agences de notation ont été mises en cause conduisent à en renforcer le régime, ce qui en définitive leur permet d'étendre leur sphère d'influence et leur emprise<sup>38</sup>. De manière générale, la responsabilisation et la mise sous pression des points de contrôle constitue d'ailleurs un classique de l'institutionnalisation des dispositifs normatifs globaux, comme nous avons pu le mettre en évidence également dans le domaine de l'Internet et dans celui de la responsabilité sociale des entreprises<sup>39</sup>.

Alors, en définitive, en dépit de leur fragilité, de leurs nombreuses imperfections et de leurs piètres performances, les agences de notation sont-elles là pour durer ? C'est probable, du moins un certain temps, si on veut bien conserver en mémoire l'axiome fondamental selon lequel la nature sociale a horreur du vide normatif. Les agences de notation sont certes contingentes. Elles n'ont pas toujours existé et il n'y a aucune raison qu'elles conservent indéfiniment leur position, sinon par défaut, tant qu'elles n'auront pas été remplacées. Quant à leur remplacement futur, on peut esquisser, au moment de conclure, trois scénarios alternatifs. Le premier consisterait à « démondialiser » les marchés financiers et à « redomestiquer » les dettes de manière à restaurer l'efficacité des régulations et des autorités de contrôle nationales ou régionales. Les mérites en ont été vantés, mais la faisabilité douteuse<sup>40</sup>. Le deuxième tendrait à remplacer les agences de manière volontariste par d'autres structures de contrôle internationales, notamment des mécanismes monétaires. Mais cela supposerait, selon les règles du droit international, un accord entre les Etats, qui

---

<sup>37</sup> Pour une analyse en détail de ces dispositions, voyez dans le présent volume les contributions de Xavier Dieux et d'Arnaud Van Waeyenberge.

<sup>38</sup> Voyez de manière très intéressante sur ce point l'analyse de T. Sinclair, *op. cit.*, 149 et s.

<sup>39</sup> Voyez les références *supra* note 13.

<sup>40</sup> J. Sapir, *La démondialisation*, Seuil, 2011.

n'est pas établi jusqu'à présent et risque de devenir de plus en plus difficile à mesure de la montée en puissance de nouveaux empires financiers. Enfin, considérant que le rôle prééminent des agences de notation est fonction de leur position dans la structure des marchés financiers, on peut penser que l'évolution même de cette structure provoquera à terme la modification des points de contrôle et éventuellement l'émergence de nouveaux régulateurs, mais ceci implique des spéculations qui dépassent le cadre de cette étude<sup>41</sup>. Mais d'ici là, tant que les agences n'auront pas été remplacées par d'autres régulateurs du crédit, plus ou moins implacables, plus ou moins compétents, les débiteurs, qu'ils se croient ou non souverains, seront bien avisés de continuer à faire attention à leur bulletin de notes.

---

<sup>41</sup> Les dispositifs normatifs émergents globaux sont de manière frappante et d'ailleurs logique étroitement dépendants de l'architecture des structures d'échanges qu'ils ont pour fonction de réguler. Ainsi, par exemple, les dispositifs de régulation de la RSE, qui sont liés aux chaînes de production et aux positions dominantes dans celles-ci. De même, dans le domaine de l'Internet, la position un tant dominante des fournisseurs d'hébergement (*hosting providers*) comme points de contrôle a été rapidement remise en cause par le développement du "peer to peer".