



**HAL**  
open science

# La notation financière, une convention au coeur des turbulences

Etienne Dubois

► **To cite this version:**

Etienne Dubois. La notation financière, une convention au coeur des turbulences. Science politique. 2010. dumas-00826328

**HAL Id: dumas-00826328**

**<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-00826328>**

Submitted on 27 May 2013

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Vous allez consulter un mémoire réalisé par un étudiant dans le cadre de sa scolarité à l'IEP de Grenoble. L'IEP ne pourra être tenu pour responsable des propos contenus dans ce travail.

En tant qu'oeuvre originale, ce mémoire relève du droit de la propriété intellectuelle et vous pouvez uniquement en faire une reproduction à titre privé, sous réserve de la mention d'origine.

---

INSTITUT D'ETUDES POLITIQUES  
BP 48 – 38040 GRENOBLE Cedex 9  
[www.iep-grenoble.fr](http://www.iep-grenoble.fr)

**UNIVERSITE PIERRE MENDES FRANCE**

Institut d'Etudes Politiques de Grenoble

Etienne DUBOIS

**LA NOTATION FINANCIERE – UNE CONVENTION AU  
CŒUR DES TURBULENCES**

Master Sciences de gouvernement comparées  
2009-2010  
Sous la direction de Claude Gilbert

*Un grand merci à Claude Gilbert qui a accepté de me faire confiance pour ce sujet délicat. Qu'il soit ici vivement remercié pour sa disponibilité et pour la qualité des échanges que nous avons pu avoir.*

*Tous mes remerciements vont également à Bénédicte et Adrien, pour leurs précieux conseils et leur travail de relecture.*

*Un grand merci à Renaud, compagnon de bibliothèque indéfectible, urbaniste promis à un grand avenir...*

*Ce travail est dédié à l'ensemble des membres de ma famille pour le soutien qu'ils m'accordent depuis tant d'années. Je pense tout particulièrement aussi à mes amis de Chinon, Tours et Grenoble, présents dans les moments agréables et parfois plus difficiles de la vie étudiante. Sans pouvoir les nommer, ils se reconnaîtront...*

**UNIVERSITE PIERRE MENDES FRANCE**

Institut d'Etudes Politiques de Grenoble

Etienne DUBOIS

**LA NOTATION FINANCIERE – UNE CONVENTION AU  
CŒUR DES TURBULENCES**

Master Sciences de gouvernement comparées  
2009-2010  
Sous la direction de Claude Gilbert



# Sommaire

<b>INTRODUCTION .....</b>	<b>7</b>
<b>PARTIE I : LA NOTATION FINANCIERE DANS LA TOURMENTE .....</b>	<b>17</b>
<b>CHAPITRE I. LES AGENCES DE NOTATION – UNE INSTITUTION ATYPIQUE AU CŒUR DES MARCHES .....</b>	<b>19</b>
I) Du journalisme financier aux agences de notation .....	19
II) Les agences aujourd’hui – acteurs et régulateurs de la désintermédiation financière ..	24
<b>CHAPITRE II. NOTATION ET CRISE FINANCIERE – REPROCHES LEGITIMES ET PROCES INJUSTES .....</b>	<b>33</b>
I) Crise des <i>subprimes</i> – Panique sur les marchés (2007-2009) .....	33
II) Depuis l’été 2007 – Regain de suspicion envers la notation .....	39
<b>CHAPITRE III. LA NOTATION : UNE VICTIME EXPIATOIRE IDEALE .....</b>	<b>48</b>
<i>Crises et mécanisme victimaire – le bouc-émissaire au service d’un collectif en perdition .</i>	<i>48</i>
I) Le monde de la finance et la crainte du complot .....	52
II) La dimension oligopolistique de la notation .....	54
III) Les conflits d’intérêts .....	57
IV) Le comité de notation .....	59
<b>PARTIE II : FORCES ET FAIBLESSES D’UNE CONVENTION .....</b>	<b>61</b>
<b>CHAPITRE IV. NOTATION – FONCTIONNEMENT D’UNE CONVENTION .....</b>	<b>63</b>
I) Les limites de « l’économie de l’information » - le recours aux conventions .....	64
II) Conventions et notation financière .....	68
III) La notation comme convention sous-optimale .....	72
<b>CHAPITRE V. NOTATION – LA PUISSANCE D’UNE ILLUSION ? .....</b>	<b>78</b>
I) Un exemple de complexification des marchés financiers : la titrisation .....	78
II) Notation et « saillance » : la puissance d’une représentation .....	82
III) La notation et son « double » .....	84
<b>CHAPITRE VI. LE DEVENIR DE LA NOTATION – DU STATU QUO A LA SUPPRESSION DES AGENCES ? .....</b>	<b>87</b>
I) Le marché au secours de la notation .....	87
II) La note, un « bien public » ? monopoles, nationalisation, suppression de la notation ? 90	
III) Le retour du régulateur : réformer un oligopole .....	92

<b>CONCLUSION.....</b>	<b>97</b>
<b>TABLE DES MATIERES.....</b>	<b>121</b>



# Introduction

« Impact sur le cours de l'action, sur la capacité de placement du papier, sur le cout de financement, sur l'image des dirigeants, les notes ont acquis une importance considérable »<sup>1</sup>. Remarque intéressante que celle proposée par Catherine Gerst et Denis Groven dans un ouvrage publié en 2004 à propos d'un sujet alors confidentiel, la notation financière. A l'heure où ces lignes furent écrites, le grand public ignore encore tout ou presque des « agences de notation financière », de leur activité, de leur place au sein de ces espaces si mystérieux que sont les « marchés financiers ».

Nous sommes désormais en juillet 2007, l'immobilier américain vacille ; les prêts hypothécaires jusque là en pleine expansion auprès des classes moyennes enregistrent des défauts de plus en plus nombreux<sup>2</sup>. Des ménages se trouvent dans l'impossibilité d'honorer leurs engagements et ne sont plus couverts par la valeur d'un bien en chute libre. La crise dite des *subprimes* commence à se répandre, elle touche progressivement l'ensemble des marchés financiers puis arrive aux portes de ce qu'il est coutume d'appeler « l'économie réelle ». Une peur-panique gagne les esprits, la crainte de voir resurgir le « spectre de 1929 » est sur toutes les lèvres.

Dans ce marasme, les agences de notation uniquement connues des initiés de la finance quelques mois auparavant font peu à peu leur apparition sur le devant de la scène. Le grand public, en l'espace de quelques semaines, se trouve alors confronté à un vocabulaire inédit : « *subprimes* », « dégradation des notes », « décote des produits structurés ». Des concepts d'une rare complexité envahissent ondes, écrans et journaux. Qu'a-t-il bien pu se passer ? Qui sont ces fameuses agences ? Qu'ont-elles bien pu « dégrader » ou « décoté » ?

## A) La Notation financière – les agences de notation

---

<sup>1</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, *To B or not to B – Le pouvoir des agences de notation en question*, p. 11

<sup>2</sup> Cf. Annexe 2 et 3

La notation financière et le travail des agences de notation constitueront donc l'objet d'étude principal de notre recherche. Apportons dès à présents quelques éléments de définition concernant cette activité. Les agences de notation sont des établissements privés attribuant des notes à des titres et produits financiers qui, émis par une entité publique ou privée permettent à cette dernière de solliciter de l'épargne disponible. La notation est en fait une évaluation par un tiers des risques encourus par un créancier lorsqu'il octroie de l'épargne à un débiteur. Retenons notamment la définition de Daniel Karyotis <sup>3</sup>: « Le rating [notation] : c'est un processus d'évaluation du risque attaché à un titre de créance, synthétisé en une note, permettant un classement en fonction des caractéristiques particulières du titre proposé et des garanties offertes par l'émetteur [...] Il s'agit d'un risque de perte économique dû à une défaillance de l'émetteur. »

Nous allons donc nous attacher à étudier une institution des marchés financiers internationaux, qui, depuis « la crise de 2007-2009 <sup>4</sup>», nous permet en fait de déceler des enjeux socio-politiques importants. Des rapports de forces, des jeux d'acteurs complexes entre agents économiques, autorités nationales et internationales, des représentations en construction et en concurrence autour de la note ; cette activité nous fournit de nombreux éléments permettant de dépasser la simple dimension technique et confidentielle qu'on lui a d'usage conférée. Cette crise de 2007-2009 a en effet contribué à un regain d'attention envers la notation financière, nous verrons donc quelle est la nature des débats et des interrogations qui entourent désormais cette activité. Nous ne nous attacherons donc pas à étudier les ressorts de cette crise ; cette dernière ne constituera qu'une trame, un cadre au sein duquel nous essaierons de comprendre le travail des agences de notation.

Comme nous le verrons, la notation financière est en fait presque consubstantielle à l'essor des marchés financiers eux-mêmes, la crise récente a simplement permis de redécouvrir cette institution des marchés financiers. La notation a une histoire, un fonctionnement qui a connu des mutations ; elle répond à un certain nombre de règles parfois non-écrites, non formalisées par une autorité de régulation qu'elle soit nationale ou internationale. Nous essaierons de le montrer, la notation s'est peu à peu instaurée par elle-

---

<sup>3</sup> KARYOTIS Daniel, *La notation financière – Une nouvelle approche du risque*, p. 16

<sup>4</sup> Nous dénommerons ainsi cette crise par commodité. La chronologie exacte de cette crise demeure inconnue à l'heure actuelle.

même, capitalisant sur une crédibilité que les marchés financiers lui ont conférée. Il nous sera donc important de démontrer en quoi la notation financière est un phénomène en partie coutumier, dont l'institution s'est progressivement faite par *convention*.

La dimension conventionnelle de la notation sera donc particulièrement présente dans ce travail. Les cadres théoriques fournis par la théorie des conventions (ou économie des conventions) constitueront un prisme essentiel par lequel nous essaierons de comprendre les ressorts de la notation financière.

## **B) La théorie des conventions**

La notation financière constitue l'occasion d'ouvrir un vaste champs théorique que nous dénommerons de manière indifférenciée « théorie des conventions » ou « économie des conventions ». L'économie des conventions est une approche interdisciplinaire relativement jeune<sup>5</sup> de l'étude du fait économique. A la croisée de l'économie, de la sociologie, de la psychologie et de la science politique, les théories conventionnalistes réfléchissent aux phénomènes sociaux, aux jeux d'acteurs, aux représentations dominantes qui sont constitutifs des marchés, de leur construction, de leurs évolutions. Comme le souligne François Eymard-Duvernay<sup>6</sup> : « Le bénéfice de cette extension consiste à inscrire les relations dites économiques dans un espace beaucoup plus large, en mettant en relief leur intrication avec des actions sociales. Dans une visée commune de dénaturalisation des liens économiques, s'est constitué un riche ensemble de recherches portant sur la construction sociale des marchés ». L'économie des conventions nous propose donc de considérer certaines institutions et certains faits économiques comme des phénomènes sociaux qu'il nous est possible de comprendre. Nous essaierons donc de mettre en perspective la notation financière avec cette approche conventionnaliste afin de comprendre les ressorts de cette activité.

---

<sup>5</sup> L'économie des conventions a été peu à peu intégrée dans le champs de la science économique au cours des années 80. 1989 constitue notamment un repère essentiel dans l'histoire de la théorie des conventions, un numéro entier lui est consacré dans *La revue économique*. (Se référer notamment à l'introduction de ce numéro : DUPUY Jean-Pierre, EYMARD-DUVERNAY François, FAVEREAU Olivier, ORLEAN André, SALAIS Robert, THEVENOT Laurent, « Introduction », *Revue Economique*, vol. 40 n°2, 1989, pp. 141-146)

<sup>6</sup>EYMARD-DUVERNAY François, FAVEREAU Olivier, ORLEAN André, SALAIS Robert, THEVENOT Laurent, « Valeurs, coordination et rationalité. L'économie des conventions ou le temps de la réunification dans les sciences économiques, sociales et politiques », [www.pse.ens.fr](http://www.pse.ens.fr), en ligne, Octobre 2003, n° 111203, 17 p.(p. 2-3)

Le « programme de recherche »<sup>7</sup> de l'économie des conventions sera donc au cœur de notre sujet. Cette discipline s'attache à démontrer la prégnance d'éléments non marchands mais surtout non contractuels au sein des marchés ; elle s'oppose également aux paradigmes classiques en rejetant les présupposés d'une « économie de l'information » où celle-ci ne fait pas défaut aux agents<sup>8</sup>. L'approche cognitive des marchés proposée par l'économie des conventions insiste donc sur l'incomplétude ou la rareté de l'information à laquelle sont confrontés les agents. Ce manque d'information, la recherche de coordination et la nécessité de disposer de références ou d'outil d'évaluation conduisent donc à la construction de *conventions* venant pallier ces déficits<sup>9</sup>. La construction de la convention, nous le verrons, n'implique pas nécessairement la mise en place d'un outil ou d'une norme optimale, il s'agit simplement d'un dispositif tacite construit en réaction à une situation imparfaite ou tout du moins perçue comme telle par une majorité d'agents.

La notation financière peut donc s'apparenter à un dispositif conventionnel de coordination et d'évaluation qui, se situant à l'extérieur des marchés financiers a fini par être intégré par ces derniers. Ce point nous permet donc d'insister sur un point de définition essentiel<sup>10</sup>: la convention est un outil de coordination entre agents mais aussi un mécanisme de représentation. La notation financière coordonne dans la mesure où créanciers et débiteurs trouvent, grâce à une échelle de note, un outil de régulation de l'offre et de la demande d'épargne. Il s'agit cependant et surtout d'une représentation dans la mesure où les acteurs partagent une croyance en un système d'évaluation qui, de fait, influence perceptions et décisions. La notation financière ouvre donc une vaste réflexion concernant les mécanismes cognitifs les plus élémentaires, nous en illustrerons quelques-uns, notamment la peur, le mimétisme.

---

<sup>7</sup> L'expression est notamment formulée par Olivier Favereau en 1995 (Cf. FAVEREAU Olivier, « L'économie des conventions, politique d'un programme de recherche en sciences sociales », *Actuel Marx*, 1995, n°17, premier semestre, pp. 103-111

<sup>8</sup> DUPUY Jean-Pierre *et alii*, op. cit. 1989, p. 5 (« L'impossibilité d'établir la liste des états de la nature empêche le recours à une rationalité substantielle et conduit à des accords incomplets. »)

<sup>9</sup> Idem (« On doit examiner les situations où, mêmes dotés de toutes les informations disponibles, les acteurs ne pourraient parvenir à un accord général sur la définition de la qualité. C'est en particulier le cas si l'on suppose que le marché peut être confronté à des conventions d'évaluation qui lui sont extérieures ».)

<sup>10</sup> Cette définition peut être établie par la dichotomie proposée par Philippe Batifoulier distinguant une approche « stratégique » puis « interprétative » de la convention..(Cf. BATIFOULIER Philippe (dir.), *Théorie des conventions*.)

### C) Notation financière – Conventions ; traitement du sujet - état de la question

Comme nous l'avons souligné en début d'introduction, la notation financière est une activité méconnue du grand public et notamment très peu médiatisée avant que la crise de 2007-2009 ne survienne. Très peu de travaux et d'investigations ont donc été menés au sujet de la notation financière qui comprend toujours d'importantes zones d'ombre. La note, comme outil de coordination et de représentation est un objet peu déconstruit, peu analysé par les spécialistes des marchés financiers et par les agents eux-mêmes ; la crise de 2007-2009 qui se poursuit encore aujourd'hui favorisera probablement l'apparition de travaux et d'investigations majeures sur ce sujet.

Des manuels de finance traitent de la notation ; ils expliquent son histoire, et mentionnent les grandes lignes du processus de notation et ont donc été utiles afin de comprendre les principes élémentaires de l'activité. Un seul ouvrage d'investigation propose quant à lui une approche critique de la notation financière. Il s'agit de celui écrit par Catherine Gerst et Denis Groven en 2004<sup>11</sup>, nous en ferons donc largement écho dans ce travail.

En ce qui concerne l'économie des conventions, il s'agit comme nous l'avons dit d'une discipline extrêmement large couvrant l'ensemble des aspects non marchands et non contractuels des relations économiques. La finance et les marchés financiers ne constituent donc qu'un élément isolé parmi un vaste ensemble de marchés et d'institutions économiques à étudier<sup>12</sup>. De plus, au sein des marchés financiers, une multitude d'institutions et de conventions ont cours ; la notation financière n'en constitue qu'un élément. En l'état actuel des recherches, très peu de travaux proposent donc une étude exhaustive du lien entre conventions, marchés financiers et notation financière. La notation comme phénomène conventionnel n'a été évoqué que par André Orléan dans un ouvrage de 1999<sup>13</sup> dans lequel il fait mention des crises de défiance que la notation a pu provoquer durant les crises sud-

---

<sup>11</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit.

<sup>12</sup> Les conventions de qualité des biens, le marché du travail, les nouvelles technologies, la gouvernance d'entreprises, les économies en développement sont autant de sujets abordés par la théorie des conventions. (Se référer le cas échéant à EYMARD-DUVERNAY François, *L'économie des conventions*, tome 2 (Développements)

<sup>13</sup> ORLEAN André, *Le pouvoir de la finance*, p. 166-171

américaines des années 90 (principalement celle du Mexique en 1995). L'économie des conventions et la notation financière constituent donc probablement un champs à explorer dans les années à venir.

Pour notre recherche, nous allons donc choisir de nous appuyer sur les éléments fournis par la théorie des conventions concernant le comportement des agents en situation d'incertitude et essayer des les mettre en perspective dans le cas de la notation financière. Nous ne pourrons donc couvrir l'ensemble des problématiques de l'économie des conventions qu'il conviendrait cependant de rattacher à notre sujet. Les débats et les conflits de paradigmes entre la théorie des conventions et la théorie classique pourtant très pertinents ne seront donc que brièvement mentionnés. Les travaux produisant des réflexions sur la pluralité des niveaux de coordination et des mécanismes conventionnels pourraient également être mobilisés, cependant, faute de temps, nous ne pouvons nous y consacrer<sup>14</sup>. Enfin, il convient de souligner que la théorie des jeux, dont les réflexions menées avec la théorie des conventions se recoupent fréquemment notamment pour l'étude des mécanismes de coordination ne constituera donc pas notre cadre théorique principal ; quelques jonctions entre les deux disciplines seront cependant suggérées.

#### **D) Problématique et questionnements**

L'objectif principal de ce travail consistera à comprendre les ressorts de la notation financière comme dispositif conventionnel. Il s'agira donc de mettre à jour les principales caractéristiques de l'activité dans le contexte de crise que nous identifierons. Notre constat est en fait le suivant : la notation financière semble se composer d'une succession de conventions plus ou moins optimales, certaines pouvant conduire à des dérèglements, des polarisations, des euphories mais aussi et surtout à des crises de défiance et de panique.

Notre questionnement va donc nous amener à nous interroger sur la focalisation importante dont fait l'objet la notation financière. Pourquoi les agents accordent-ils une importance si grande à cet outil ? Pourquoi l'utilise-t-on alors qu'il est possible d'en

---

<sup>14</sup> Cf. EYMARD-DUVERNAY François, op. cit., 2006 (I), p. 44-66 sq.

démontrer les limites et que ces dernières sont déjà connues et partagées par les protagonistes de cette activité ? Un certain étonnement nous incite donc à essayer de comprendre la nature des croyances qui entourent la note et sa valeur y compris en période de crise. Pourquoi accorde-t-on donc une si grande importance aux outils d'évaluation des risques dont la notation financière est un exemple paradigmatique ? En retire-t-on finalement un si grand bénéfice ?

C'est donc cet attrait pour la notation, son importance croissante au sein des marchés financier que nous allons essayer de comprendre. Pour ce faire, nous allons notamment essayer d'expliquer son évolution ; comment la note a-t-elle pu passer d'un commentaire, d'une opinion extérieure aux marchés à un dispositif essentiel de ces derniers au point d'en devenir, nous le verrons, un outil de régulation reconnu par les autorités économiques et financières nationales et internationales.

C'est en fait la puissance d'une convention de représentation qui va principalement nous intéresser dans ce travail. Alors que nous présenterons les conditions dans lesquelles se sont développés la notation financière et le manque de lisibilité qui entoure le fonctionnement des marchés financiers modernes, la notation se présente tel un phare, un repère essentiel pour l'ensemble des agents. Nous essaierons de voir du même coup comment ce point de repère incontournable peut s'ériger en barrière, en garde des marchés financiers, la notation incarnant ainsi le rôle du « Cerbère » aussi bien pour les émetteurs de titres que pour les investisseurs.

Nous allons donc chercher à déconstruire une convention aujourd'hui en crise. Il nous faut déjà préciser que la notion de convention et de crise ne sont donc en aucun cas contradictoire, bien au contraire.<sup>15</sup> Une convention est un processus tacite dont l'institution non contrôlée relève parfois de l'arbitraire et affronte par conséquent de nombreux écueils. Nous allons essayer de voir pourquoi les agents, dans leur quête de coordination, peuvent donc être à la fois victimes et coupables d'une convention en vigueur en partie défailante. Les acteurs des marchés financiers se trouvent dans cette situation paradoxale, instituant et

---

<sup>15</sup> DUPUY Jean-Pierre *et alii*, op. cit., 1989, p. 6, sq.

subissant un dispositif conventionnel, pouvant donc notamment être dominés par la dimension évaluative ou interprétative d'une convention.

Un questionnement secondaire recoupe la période de crise durant laquelle nous étudierons la notation financière ; nous chercherons à démontrer pourquoi cet outil qu'est la note constitue un *bouc-émissaire*<sup>16</sup> idéal-typique. Nous verrons dans quelle mesure la notation financière présente des dysfonctionnements, quels ont été les choix des agences avant et durant la crise que nous évoquerons, cependant, il est clair qu'elles ne peuvent, seules, endosser l'entière responsabilité des turbulences survenues. Il ne relève bien évidemment pas de notre travail d'identifier des responsabilités et de procéder à un jugement des acteurs impliqués dans les crises et dysfonctionnements évoqués ; nous cherchons uniquement à identifier et à comprendre un « mécanisme victimaire »<sup>17</sup> particulièrement pertinent qui nous éclaire sur le fonctionnement de nos sociétés par temps de crise.

## **E) Plan du mémoire**

Dans la première partie de ce travail nous évoquerons principalement les conditions qui ont fait naître les débats actuels sur la notation financière.

Il s'agira de présenter tout d'abord l'institution, son évolution, son histoire (I). Nous essaierons notamment de voir comment et pourquoi la notation qualifiée à ses débuts de « journalistique »<sup>18</sup> est devenue une activité économique à part entière. La création progressive des trois principales agences de notation, Standard and Poor's, Moody's et Fitch Ratings illustre l'intégration progressive de la notation par les marchés. Ces sociétés ne sont donc pas de simples observateurs et commentateurs des marchés comme leurs fondateurs purent l'être en leur temps. Elles répondent à des impératifs de rendements, disposent de stratégies sur un « marché de la notation » que nous essaierons de présenter. Le premier chapitre sera également l'occasion d'évoquer la crédibilité acquise par la notation incitant des autorités de régulation (notamment le comité de Bâle) à transférer des compétences aux agences.

---

<sup>16</sup> Nous nous référons principalement aux travaux de René Girard sur cette question. (GIRARD René, *Le bouc-émissaire*)

<sup>17</sup> Idem

<sup>18</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p. 122 sq.



Un second temps concernera ce que nous appelons par commodité la « crise de 2007-2009 », ce qui nous permettra de présenter un phénomène essentiel de notre temps qui est à relier directement avec la question de la notation : l'économie de l'endettement (II). Comme nous l'avons mentionné précédemment, nous ne chercherons pas à attribuer des responsabilités, nous essaierons de comprendre ce qu'ont choisi de faire les agences de notation avant et durant le déroulement de cette crise. Nous réfléchirons à ce que peut être la note en tant que telle : un avis, une prédiction, une vérité ?

Enfin, nous verrons comment cette crise conduit à la mise en place de ce que René Girard a identifié comme des « mécanismes victimaires » et la manière dont ils peuvent être rattachés à notre objet d'étude (III). Il s'agira de voir comment la notation de par sa position atypique polarise les attentions, les craintes, les suspicions.

La seconde partie du mémoire sera consacrée principalement aux mécanismes conventionnels qui peuvent caractériser la notation financière. Nous introduirons donc tout d'abord la notion de convention et nous verrons comment cette notion s'inscrit en opposition avec l'affirmation d'équilibres « purs et parfaits » défendus par les écoles classiques (IV). Cette divergence se caractérise par conflit de paradigmes résumé dans les définitions d'un *homo oeconomicus* en tous points opposé à un *homo conventionalis*. Ces construits théoriques nous sont tout de même d'un grand secours afin d'expliquer et d'illustrer le recours aux conventions.

Nous essaierons ensuite d'insister sur la puissance de la notation comme convention de représentation en réfléchissant aux croyances que les agents peuvent manifester envers la note y compris lorsque celle-ci s'avère défailante (V). Au sein de marchés complexes, où l'information est rapide, difficilement saisissable, la notation s'impose alors comme une référence ultime alors que la réalité est parfois tout autre. La pensée de Clément Rosset nous permettra de réfléchir à la puissance de la notation agissant telle un « double »<sup>19</sup> polarisant ainsi toutes les attentions.

---

<sup>19</sup> ROSSET Clément, *Le Réel et son double*

Nous achèverons enfin ce travail en dressant un état des lieux des réflexions mais aussi des actions entreprises dans le domaine de la notation par l'ensemble des parties identifiées : régulateurs, Etats, investisseurs, économistes, agences elles-mêmes (VI). Sans bien évidemment trancher au sujet des débats en cours et des principales évolutions que connaîtra la notation nous allons essayer d'identifier trois courants au sein desquelles l'ensemble des réflexions et des suggestions avancées peuvent s'insérer. Une première famille de réflexion semble défendre une évolution endogène de la notation à l'image de ce qui a eu cours jusqu'à présent avec un régulateur en retrait, laissant libre cours à un marché en apprentissage. Un courant bien plus critique s'interroge quant à lui sur la légitimité des agences de notation et engage une réflexion sur le statut et les compétences des établissements de notation. Enfin, il est possible d'identifier entre ces deux groupes la présence d'une tendance assez majoritaire dans ce débat qui défend quant à elle un retour de la régulation pour l'encadrement du marché de la notation comme oligopole de fait. Nous essaierons donc de présenter et d'expliquer ce qui est suggéré par chacun de ces trois courants.

# **Partiel : La notation financière dans la tourmente**

Trois enjeux seront au cœur de ce premier temps de notre développement.

Premièrement, il s'agira de présenter la notation financière en tant qu'institution en mutation. Nous constatons une évolution majeure entre les prodromes de ce qu'il a été coutume d'appeler le « journalisme financier »<sup>20</sup> jusqu'à la constitution d'agences puissantes et intégrées aux marchés permettant alors de parler d'agents au sein de ces mêmes marchés.

Cette intégration croissante de la notation devient alors essentielle dans la compréhension du fonctionnement et des fluctuations de la finance mondiale. Lors de l'éclatement de la crise de 2007-2009, les agences de notation furent accusées et fréquemment désignées responsables d'un séisme financier par bon nombre d'observateurs et de dirigeants politiques. Il s'agira donc de mettre en lumière quelques répercussions de la notation permettant en effet de dégager des critiques à l'égard de cette activité mais il conviendra surtout de montrer en quoi, la notation financière ne peut endosser, seule, la responsabilité de cette crise et faire office de *bouc-émissaire*.

Le troisième et dernier enjeu de cette première partie nous permettra donc de revenir sur ce « mécanisme victimaire »<sup>21</sup> constitutif des crises que traversent nos sociétés. Nous essaierons de voir comment la désignation du bouc-émissaire répond à une certaine logique pour un groupe cherchant à évacuer une responsabilité collective, se mettant ainsi en quête d'une nouvelle cohésion.

---

<sup>20</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p. 119 sq.

<sup>21</sup> GIRARD René, *Le bouc-émissaire*

# Chapitre I. Les agences de notation – une institution atypique au cœur des marchés

Au tournant des 19<sup>ème</sup> et du 20<sup>ème</sup> siècle, l'industrie en pleine expansion est en recherche croissante de capitaux. Les bailleurs affluent mais commencent à s'attacher par conséquent à la qualité des « signatures », c'est-à-dire aux risques encourus pour toute forme de prêt. Le risque de crédit alors embryonnaire est une activité quasi confidentielle pratiquée par quelques spécialistes qui par la suite créeront des établissements spécialisés en la matière.

## I) Du journalisme financier aux agences de notation

Au début du 20<sup>ème</sup> siècle, deux spécialistes de l'industrie américaine jettent les bases de la notation en se livrant à une série d'analyses et d'études de nombreuses sociétés. Pratiquant ainsi ce que l'on a communément appelé le « journalisme financier <sup>22</sup>», ils n'ont eu de cesse de vouloir renseigner les investisseurs quant à la qualité de leurs investissements au simple titre de la liberté d'expression telle qu'elle est mentionnée dans le premier article de la Constitution des Etats-Unis. Cette liberté d'expression dans le domaine des affaires et de la finance fut une intuition couronnée par la suite d'un certain succès.

### A) Les précurseurs – John Moody et Henry Poor

John Moody (1868-1958) investisseur autodidacte disposant d'un talent d'écriture certain sembla convaincu d'un manque d'information inhérent aux marchés des titres, actions et obligations et ce dans de nombreux domaines : groupes manufacturiers, exploitations minières, industrie agro-alimentaire<sup>23</sup>. Selon lui, les investisseurs ne disposaient que de trop peu d'information afin de placer leur épargne et de procéder au choix des titres ou signatures auxquels ils voulaient s'en remettre. En 1900, John Moody produit un premier manuel à succès d'information et de statistique sur l'industrie américaine. Suite à la crise de 1907, il

---

<sup>22</sup> On peut considérer que certaines activités antérieures au journalisme financier sont en partie à l'origine de la notation. En 1833, est fondé à Paris, un « Bureau des renseignements universels pour le commerce et l'industrie ». A la fin du 19<sup>ème</sup> siècle, des marchands new-yorkais comme Lewis Tappan ont aussi pratiqué ce que l'on a appelé le *credit reporting* créant ainsi *La Mercantile Agency* (In, GAILLAD Norbert, *les agences de notation*, p. 6)

<sup>23</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p. 18 sq.

pense pouvoir faire mieux en fournissant une véritable analyse des titres boursiers et dettes émises sur les marchés et choisit alors de se focaliser sur le secteur des chemins de fer. En 1909, John Moody publie une première méthodologie de notation intitulé *Moody's Analyses of railroad investments*<sup>24</sup>. En 1914, Moody's Investors est créée. ; cette société couvrira dès 1924 presque 100% du marché obligataire américain<sup>25</sup>.

Bien que son agence n'émette des notes qu'à partir de 1916, il semble bien qu'Henry Poor soit finalement le véritable précurseur de la notation suite à ses travaux menés dès 1868 et la publication de *Poor's Manual of the Railroads of the United States*. Durant l'entre-deux-guerres, les deux agences se développent donc simultanément et ne souffrent pas la concurrence. En 1941<sup>26</sup>, Poor's Publishing absorbe rapidement une société de notation alors peu connue dénommée Standard Statistics, ce qui confèrera à la société son nom actuel, Standard and Poor's.

La notation<sup>27</sup> ne cesse d'étendre ses compétences en attribuant à partir de 1918 des notes à des entités publiques et principalement aux Etats<sup>28</sup> ; c'est Moody's qui lance alors le « sovereign rating » consistant à évaluer la probabilité de défaut de paiement d'un titre ou d'une obligation contractée par un Etat. Il s'agit pour l'agence d'étudier les principaux ratios d'endettement, les recettes, les historiques de défaut mais aussi la stabilité institutionnelle et politique de l'Etat en question<sup>29</sup>. C'est enfin la crise de 1929 et le crash boursier qui s'ensuit qui va conférer à la notation un statut particulier reconnu par la sphère publique<sup>30</sup>. En 1930, la Réserve fédérale américaine commence à utiliser la notation pour les banques qui relèvent de sa responsabilité et en 1931, c'est le Trésor américain qui à son tour utilise cet outil pour évaluer la qualité des actifs détenus par les établissements financiers du pays. En 1935 et 1936, des règlements interdisent l'achat de titres dits « spéculatifs » (notés en dessous de

---

<sup>24</sup> GAILLARD Norbert, op. cit., 2010 p. 7 sq.

<sup>25</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p. 19 sq.

<sup>26</sup> Cf site internet Standard and Poor's : [http://www2.standardandpoors.com/sandp\\_150/sp150/our-past.shtml](http://www2.standardandpoors.com/sandp_150/sp150/our-past.shtml)

<sup>27</sup> Le mot anglais *rating* désigne plus communément cette activité née outre-Atlantique.

<sup>28</sup> GAILLARD, Norbert, Novembre-Décembre 2008, « Les agences de notation au cœur du système financier... et des critiques ». *Questions internationales* n°34, en ligne, [http://www.ladocumentationfrancaise.fr/catalogue/3303331600343/3303331600343\\_EX.pdf](http://www.ladocumentationfrancaise.fr/catalogue/3303331600343/3303331600343_EX.pdf)

<sup>29</sup> Le risque souverain et les premiers défaut de paiement ont notamment été promu par des événements politiques majeurs comme la révolution russe de 1917.

<sup>30</sup> PAQUET Joëlle, Turbulences sur les marchés financiers : l'influence des agences de notation de crédit, ENA Québec, Septembre 2009, 18 p.

BBB)<sup>31</sup> par les établissements financiers américains. La notation est ainsi reconnue par la puissance publique comme outil de prévention et de régulation.

Un dernier évènement renforcera la nécessité de la notation auprès des investisseurs : en 1970, une compagnie de transport américaine, la Penn Central Transportation Company fait faillite et se trouve dans l'incapacité d'honorer 80 millions de dollars <sup>32</sup> de « *commercial paper* » alors même que le National Credit Office n'avait pas émis la moindre réserve sur l'établissement. Cette faillite a démontré la présence d'un risque de marché et d'un risque de crédit inhérent à toute activité de prêt quelque soit la qualité initiale de l'émetteur ; la notation est alors apparue comme un outil essentiel afin de prévenir ce type de mésaventure.

## **B) Croissance et internationalisation de la notation**

Les années 1980 virent une expansion significative de l'activité de notation avec notamment la création en France de l'Adef, (Agence d'évaluation financière). Cette société créée en 1986 suite à la fusion de plusieurs compagnies d'assurance joua un rôle secondaire<sup>33</sup> sur les marchés financiers français jusqu'en 1989, date à laquelle trois règlements du comité de réglementation bancaire provoquèrent une forte cristallisation envers la notation. Cette réglementation obligea tous les émetteurs d'une créance négociable sur plus de deux ans à recourir aux services d'une agence de notation. L'Adef vit alors son activité croître très fortement. En décembre 1989<sup>34</sup>, 350 programmes d'emprunts concernant 80 émetteurs distincts avaient déjà fait l'objet d'une notation. Au cours de l'année 1990, Standard and Poor's saisit une occasion d'absorber cette agence française qui aujourd'hui encore est sa propriété.

La notation financière en Europe continue à se développer dans les années 1990 lorsqu'en octobre 1992, deux jeunes agences (Euronotation France et IBCA) décident d'unir leurs forces afin de mettre sur pied IBCA Notation groupe. En 2001, le groupe français Fimalac reprend cet établissement pour lui donner le nom de Fitch Ratings. Cette terminologie anglo-saxonne pour un établissement détenu à 100% par la holding française Fimalac n'est pas anecdotique. Comme le soulignent Catherine Gerst et Denis Groven :

---

<sup>31</sup> Cf. Annexe 1

<sup>32</sup> KARYOTIS Daniel, *La notation financière – Une nouvelle approche du risque*, p. 17

<sup>33</sup> Ibid. p.17

<sup>34</sup> Ibid.

« Détail, peut-être, mais hautement symbolique. Pour accéder à une reconnaissance mondiale, être européen ne suffisait pas : il a fallu s'américaniser, en achetant américain, et en prenant un nom américain. »<sup>35</sup>

La notation financière mondiale se trouve aujourd'hui dans la configuration suivante : trois agences (Moody's, Standard and Poor's, Fitch Ratings) absorbent la quasi-totalité du marché de la notation<sup>36</sup> et confèrent par conséquent à la notation financière un caractère oligopolistique. Loin derrière Moody's, les deux autres établissements sont de taille comparable<sup>37</sup>. Moody's dispose de 3 400 salariés dont un tiers d'analystes couvrant ainsi plus de 100 émetteurs souverains, 29 000 emprunteurs publics et 5 500 entreprises. Standard and Poor's dispose quant à elle de 1 400 analystes mais couvre plus de 280 000 entités. Fitch rating annonce en 2008 disposer de 1 322 analystes assurant une couverture de 154 000 émetteurs.

Les chiffres d'affaires et résultats opérationnels de ces trois agences ont connu une forte expansion depuis dix ans<sup>38</sup> alors que l'activité n'était que peu profitable à ses débuts. Norbert Gaillard, spécialiste des agences de notation identifie trois facteurs<sup>39</sup> quant à l'essor considérable du *rating* ces dernières années. Premièrement, l'arrivée de la nouvelle économie, des nouvelles technologies aux Etats-Unis et chez quelques émergents. « Cette nouvelle économie provoqua un boom du marché obligataire *corporate* [recherche directe de capitaux par les entreprises], qui profite in fine aux agences de notation ». Ensuite, Norbert Gaillard mentionne le fait que le nombre d'Etats et collectivités ayant recouru volontairement ou involontairement à la notation depuis 1990-1991 n'a fait que croître notamment avec le plan Brady<sup>40</sup> de 1990. Enfin, l'innovation financière et la mise sur pied de techniques sans cesse plus élaborées de structuration des produits financiers<sup>41</sup> avec notamment l'essor de la

---

<sup>35</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit. 2004, p. 21 sq.

<sup>36</sup> En 2008, 94% du Chiffre d'affaire de la notation est réalisé par ces trois établissements. Depuis 2000, 31 établissements de notation financière ont été absorbés par ces trois agences qui s'emploient à maintenir la dimension oligopolistique de la notation. (In, GAILLARD Norbert, op. cit., 2010, p. 7-15 sq.)

<sup>37</sup> Ibid. p. 8

<sup>38</sup> Ibid. p.13

<sup>39</sup> Ibid. p. 14

<sup>40</sup> Le plan Brady avait pour objectif de réduire des dettes souveraines en les rendant plus liquides et en favorisant les conditions de sa diffusion par de nouveaux titres (*Brady bonds*)(Cf. [http://www.lexinter.net/JF/traitement\\_de\\_la\\_dette\\_souveraine\\_des\\_pvd.htm](http://www.lexinter.net/JF/traitement_de_la_dette_souveraine_des_pvd.htm) )

<sup>41</sup> A la veille de la crise de 2007-2008, la notation des produits structurés représentait plus de 50% du chiffre d'affaire des agences.( In, GAILLARD Norbert, op. cit., 2010 p. 14 sq.)



*titrisation*<sup>42</sup> a permis aux agences d'élargir leurs compétence et de trouver de nombreuses sources de revenus supplémentaires.

### C) Principes fondamentaux de l'activité

Dans la seconde partie de ce premier chapitre, nous essaierons d'identifier ce qu'est la notation financière en tant que telle : comment la note est-elle construite ? Qui en fait l'objet ? Selon quels critères et quelle méthodologie ? Nous verrons que les critiques faites à l'encontre de cette activité sont nombreuses même si c'est le second chapitre concernant la crise de 2007-2009 qui nous permettra d'aborder plus en détail les reproches formulés à l'encontre de la notation. Il nous faut d'abord présenter les principes de bases qui sous-tendent cette activité ; principes pouvant eux-mêmes faire l'objet d'un débat.

Premièrement, la notation est une opinion garantie par la liberté d'expression. Comme le souligne C. Gerst et D. Groven,<sup>43</sup> « C'est un point fondamental [...]. Ceci signifie que *structurellement*, les notations n'étaient nullement sollicitées par les émetteurs de dettes, mais proposées par un organisme jouissant, comme quiconque aux Etats-Unis, de la liberté d'exprimer son opinion, et offrant à un public intéressé par ces opinions d'acheter les publications y faisant référence ». Nous reviendrons ultérieurement sur la question de la notation non-sollicitée et de la mutation « investisseur-payeur »/« émetteur-payeur » ; il s'agit cependant d'un point essentiel concernant le débat sur les conflits d'intérêts liés à l'activité de la notation. Initialement, ce sont donc bien les investisseurs qui achetaient les notes et informations produites par les agences. Un double phénomène explique le passage d'une rémunération par les investisseurs à une rémunération par les émetteurs de dette. Tout d'abord, les agences souffrirent d'un manque de revenus<sup>44</sup> pour une activité en pleine expansion ce qui incita les agences à facturer la note à l'émetteur. Ensuite, leur aura sans cesse croissante sur les marchés eut pour effet d'inciter les émetteurs de dettes à solliciter eux-mêmes une note et donc à proposer une rémunération.

---

<sup>42</sup> La titrisation est une technique d'ingénierie financière permettant un transfert de risque. Le créancier émet donc des titres corrélés à des « créances-sous jacentes » qui sont vendus sur le marché des titres et obligations. (Cf. Chapitre V)

<sup>43</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p. 22 sq.

<sup>44</sup> Les agences souffrirent d'un phénomène de « passerager clandestin », il était de plus en plus aisé pour les investisseurs de faire circuler les informations entre eux sans avoir à les payer.

Le second principe fortement lié au précédent concerne l'indépendance des agences. Leur jugement ne doit faire l'objet d'aucune suspicion, nous verrons là aussi dans quelle mesure cette indépendance nécessaire au fonctionnement<sup>45</sup> de la notation peut être problématique. Nous illustrerons notamment ceci par la question des produits structurés où la note est fréquemment qualifiée de « proactive ». Il s'agit en fait de dire que les agences, dans ces cas de montages financiers techniques, peuvent être amenées à être juges et parties.

Enfin, dans un contexte de globalisation des marchés et d'internationalisation de la finance, notateurs et notés « jouent le jeu » de la notation. L'indépendance des agences couplée à la liberté d'expression n'interdit donc pas en théorie d'émettre une opinion concernant n'importe quel établissement, titre ou obligation. Les Européens ont eu des difficultés à admettre que des agences américaines s'accordent le droit de noter leurs titres et obligations dans la mesure où ils ne le souhaitaient pas. En juillet 1996, l'ex Générale-des-eaux avait découvert avec un certain scepticisme la publication d'une note par Moody's qui estimait devoir fournir des informations à des prêteurs non-nationaux. C. Gerst et D. Groven mentionnent cet épisode majeur dans l'évolution de la notation<sup>46</sup>: « Découverte douloureuse pour les Européens, bouleversement des habitudes et des rapports emprunteur/prêteur, obligations de communication et suivi auxquelles les emprunteurs européens avaient jusqu'alors largement échappé [...] »

## **II ) Les agences aujourd'hui – acteurs et régulateurs de la désintermédiation financière**

Dans ce second temps du premier chapitre il sera question pour nous d'identifier précisément les compétences des agences ainsi que les entités qui en font l'objet. Il sera surtout essentiel de montrer en quoi les agences sont devenues un passage obligé pour n'importe quel entrant sur les marchés financiers – les agences se situant donc au cœur de la désintermédiation financière dans un rôle parfois qualifié de cerbère. Enfin, un certain retrait des autorités financières internationales confère aux agences une mission de régulation ; mission qu'elles-mêmes n'auraient jamais pensée devoir remplir aux prodromes de leur activité.

---

<sup>45</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p. 24 sq. (Cf. « Une nécessaire indépendance »)

<sup>46</sup> Ibid. p. 29

## A) Décerner une note

### a) Le processus d'élaboration

Avant de nous pencher sur le rôle et l'influence des agences sur les marchés actuels, il nous faut présenter dans les grandes lignes le processus de notation. Comme nous l'avions mentionné précédemment, une note est requise lorsqu'une entité publique ou privée souhaite contracter une dette et se met donc en quête d'épargne disponible. En dehors des cas de notation non sollicitée, l'émetteur de dette se voit donc obligé de solliciter lui-même<sup>47</sup>, auprès de l'agence de son choix, une notation concernant la nature du titre qu'il souhaite diffuser. S'ensuit alors une phase de demande d'information par l'agence en question qui désigne du même coup les analystes qui seront en charge de la note à établir. Durant plusieurs jours, des « réunions de notation » vont permettre d'étudier les documents reçus : il ne s'agit cependant pas d'une mission d'audit ou de vérification des documents fournis, seule une étude de fond est réalisée afin d'identifier au mieux les caractéristiques élémentaires de l'émetteur et de la dette qu'il souhaite lever. Une fois ces réunions achevées, l'analyste principal prépare les documents et résume les analyses qui feront l'objet d'un débat en comité de notation. C'est ce comité de notation qui va examiner le dossier et *in fine* attribuer une note. La présentation de l'analyste principal doit donc laisser place à un vote : la décision est prise à la majorité et est donc collégiale. Nous verrons cependant ultérieurement que cette procédure officielle, très balisée, n'offre pas tant de garanties de clarté et que les critiques formulées à l'encontre des comités de notation assimilés à des « boîtes noires »<sup>48</sup> sont nombreuses.

La note décidée par le comité fera donc l'objet d'une publication (fréquemment par voie de communiqué de presse) avec l'accord de l'entité concernée qui est autorisée à faire appel si la note proposée est jugée insatisfaisante. Suite à cette procédure d'appel, des compléments d'information peuvent donc être fournis afin que l'émetteur justifie de son mécontentement. Une nouvelle décision de l'agence survient donc dans un second temps pour modifier ou confirmer la note d'origine. L'émetteur peut encore s'y opposer (auquel cas ce dossier de notation est définitivement abandonné) ou accepter cette note réévaluée qui pour le

---

<sup>47</sup> POLIGNAC (de) Jeanne-Françoise, *La notation financière – L'approche du risque de crédit*, (Cf. chapitre 4 : « Le processus de notation »)

<sup>48</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p.81 sq. (Cf. chapitre 4 : « Comité de notation – décrypter la boîte noire »)

coup fera l'objet d'une publication. La note publiée et suivie de manière permanente<sup>49</sup> et pourra ensuite faire l'objet d'une « mise sous surveillance » si l'agence décèle un quelconque indice de perturbation ; cette mise sous surveillance doit obligatoirement être assortie d'une perspective d'évolution « positive », « indéterminée » ou « négative ».<sup>50</sup> Une modification de la note peut donc s'ensuivre : l'émetteur n'a pour le coup aucun droit de s'opposer à la mise sous surveillance ainsi qu'à la modification de la note le concernant qui est considérée comme « un bien appartenant à la communauté des investisseurs pour lesquels elle est un moyen d'information qui doit rester constamment à jour »<sup>51</sup>.

#### b) Les entités notées

Toute entité en mesure de contracter une dette peut donc se voir attribuer une note portant aussi bien sur l'établissement en lui-même que sur la nature du titre ou de l'obligation émise. Etablissement publics, privés et même Etats sont concernés.

Dans le domaine des entités publiques, c'est principalement le « risque souverain »<sup>52</sup> et la « signature » des Etats sur lesquels nous allons focaliser notre attention<sup>53</sup> ; il s'agit ici de voir comment l'on essaye d'anticiper la manière dont un Etat assure ou non ses engagements financiers. Cette focalisation sur les Etats est essentielle dans la mesure où les sommes engagées sont considérables. De même, un Etat peut décider de suspendre unilatéralement ses paiements ainsi que ceux de ses ressortissants et mettre en faillite de nombreux acteurs privés. Même si aujourd'hui l'interdépendance des systèmes économiques réduit fortement cette probabilité, ce risque a néanmoins été omniprésent durant de nombreuses décennies au XXème siècle. Ce risque de suspension des paiements a notamment contribué à l'éclosion de

---

<sup>49</sup> L'émetteur se doit donc de fournir très régulièrement l'ensemble de ses comptes, résultats opérationnels, changement de structures ou rapprochement avec d'autres établissements

<sup>50</sup> Cette terminologie est uniquement anglo-saxonne. Ainsi, la « mise sous surveillance » est dénommée *watchlist*, « les perspectives d'évolution » sont les *outlook* qui sont *positive*, *negative* ou *stable*. (In GAILLARD Norbert, op. cit, 2010, p. 34 sq.)

<sup>51</sup> POLIGNAC (de) Jeanne-Françoise, op. cit. 2002, p. 42 sq.

<sup>52</sup> Le « risque souverain » aurait en partie été élaboré dès le 19<sup>ème</sup> siècle et serait donc bien antérieur au journalisme financier et aux agences de notation. 1810, les Rothschild ont élevé leurs taux pour un prêt accordé à la Prusse au titre d'un manque de garanties concernant l'état de droit. En 1898, le Crédit lyonnais créa un service des études financières chargé de classer les pays en trois catégories de risques. (In, GAILLARD Norbert, op. cit., 2010, p. 44-45 sq.)

<sup>53</sup> La notation des risques « subsouverain » ne sera donc pas abordée ici : il s'agit de la notation concernant les entités d'Etats fédéraux, les collectivités territoriales ou les mairies

la notion de « plafond souverain »<sup>54</sup> consistant à dire qu'une entité privée ne pouvait se voir attribuer une note supérieure à celle de l'Etat dont elle dépend, concept en partie abandonné par les agences aujourd'hui.

Quels sont enfin les critères permettant d'attribuer une note à un Etat ?<sup>55</sup> <sup>56</sup> La dimension politique est d'abord fondamentale, une étude de « risque-pays »<sup>57</sup> doit donc être menée durant laquelle des analystes réfléchissent à l'environnement politique et social, à la stabilité institutionnelle du régime, au respect de l'Etat de droit. Les critères économiques concernent ensuite la nature du système économique de l'Etat en question, la diversification de son économie ainsi que ses perspectives de croissance. Les principaux ratios et indicateurs sont eux aussi étudiés de manière très précise ; il s'agit donc du PNB, des ratios d'endettement, ou des chiffres du commerce extérieur.

Dans le secteur privé, les banques et les entreprises sont donc concernés par la notation. Nous n'évoquerons que brièvement le cas des banques dans la mesure où la production de la note répond à des impératifs très techniques. Nous pouvons mentionner le fait que l'analyse porte globalement sur l'analyse du secteur bancaire international mais surtout national, dans lequel se situe l'établissement en question. La banque notée verra l'ensemble de ses positions étudiées et l'agence se focalisera principalement sur les risques de crédit et de marché auxquels s'expose l'établissement. Les fonds propres et les principaux ratios (liquidité/capitalisation) sont aussi étudiés en détail. Nous pouvons cependant déjà faire mention du fait que malgré l'analyse de ces données la note ne peut être une donnée objective ; elle ne peut être un score, le résultat d'un calcul précis et vérifiable ; la note laisse toujours libre cours à une forme de subjectivité, d'interprétation<sup>58</sup>. Cette caractéristique fondamentale de la notation est valable pour tous les établissements notés, nous y reviendrons.

---

<sup>54</sup> POLIGNAC (de) Jeanne-Françoise, op. cit. 2002, p. 44 sq.

<sup>55</sup> Ibid. p. 43-54

<sup>56</sup> En 1996, Cantor et Panckor ont démontré que cinq critères expliquaient 90% de la notation du risque-souverain chez Moody's et SP's: le PIB, l'inflation, le ratio dette exportation, l'historique des défauts au cours des 25 dernières années, l'indicateur de développement économique (In, GAILLARD Norbert, op. cit., 2010, p. 54 sq.)

<sup>57</sup> Des confusions sont souvent faites entre « risque-pays » qui concerne l'étude sociale, politique, géopolitique du fonctionnement d'un Etat et risque « souverain » qui lui concerne la probabilité de défaut de paiement. Etant très liées, ces deux notions sont cependant bien distinctes, le « risque-pays » couvrant des domaines plus larges.

<sup>58</sup> POLIGNAC (de) Jeanne-Françoise, op. cit., 2002, p. 20 sq. (« Une note n'est donc pas la résultante mathématique d'un certain nombre de données qui seraient moulinées par un ordinateur avec la réponse automatique au bout du compte : ce n'est pas un *scoring* »).

En ce qui concerne les sociétés, il s'agit d'un segment important de la notation dans la mesure où dès 2002<sup>59</sup>, ces établissements représentaient déjà 85% des émissions d'obligations en Europe (et l'intégralité aux Etats-Unis). Aujourd'hui et à titre d'exemple, près de 6 000 sociétés font l'objet d'une note par l'agence Moody's<sup>60</sup>. La notation d'un titre ou d'une obligation émise par une société va principalement se pencher sur l'analyse du risque industriel, c'est-à-dire le secteur d'activité dans lequel se situe la société. Les risques financiers de l'établissement sont par la suite considérés : il s'agit de la rentabilité de l'établissement, de sa capacité d'autofinancement, de sa flexibilité financière, de son endettement, du soutien d'un éventuel tiers ou de l'Etat dans lequel est enregistrée la société.

c) Les échelles de notation<sup>61</sup>

Chaque agence de notation établit sa propre échelle. Cependant, les trois établissements ont fait évoluer leurs classifications vers des modèles de plus en plus similaires. Le point essentiel de leur classification réside dans la discrimination entre deux catégories de notes : « investissement » et « spéculatif » ; il s'agit d'établir un seuil à partir duquel un titre est jugé fiable ou de mauvaise qualité. Cette discrimination (*investment grade/speculative grade*) est un repère important dans l'histoire de la notation car ce sont les premières réglementations financières de 1931 et 1936 aux Etats-Unis qui ont contribué à faire émerger cette partition essentielle pour les émetteurs et les investisseurs. En ce qui concerne les premiers, il s'agit « d'un seuil psychologique important »<sup>62</sup> dans les arbitrages que réalise un agent pour placer son épargne. Pour les seconds, la note conditionne la facilité qu'ils auront à pouvoir lever de la dette et à convaincre des investisseurs de leur faire confiance.

Concernant les notes attribuées ; nous sommes en mesure de nous demander si une agence dispose de meilleurs compétences afin de prévoir le défaut d'un émetteur<sup>63</sup>. Pour ce qui est des trois principales agences, il est impossible d'établir une quelconque divergence

---

<sup>59</sup> Ibid. p. 71

<sup>60</sup> GAILLARD Norbert, op. cit., 2010, p. 73 sq.

<sup>61</sup> Cf. Annexe 1

<sup>62</sup> GAILLARD Norbert, op. cit., 2010, p. 73 sq.

<sup>63</sup> Le thème de la spécialisation des agences est fréquemment évoqué afin d'améliorer le service. Ainsi de micro-agences, telle AMBC International ont choisi de faire de la notation dans un seul et unique domaine (dans le cas présent l'assurance). Il s'agit du principe du monopôle sectoriel parfois présenté comme plus optimal, cependant, il est impossible d'en faire une démonstration exacte.

significative quant aux évaluations qu'elles produisent. Des travaux<sup>64</sup> étudiant les taux de défaut à 5 et 10 ans (catégorie investissement et spéculative séparées puis confondues) montrent qu'il n'est pas pertinent de rechercher des divergences majeures dans les appréciations qu'elles ont pu fournir. C. Gerst et D. Groven affirment<sup>65</sup> « Ces études ne peuvent former la base d'une appréciation sur la qualité relatives des agences. Elles montrent le degré réel de risque contenu dans chaque niveau de notation ».

## **B) Les agences, des acteurs de la désintermédiation financière**

Deux phénomènes contemporains majeurs expliquent l'importance croissante de la notation financière ainsi que leur rôle pivot joué par les agences sur les marchés financiers, à mi-chemin entre émetteurs, investisseurs et régulateurs. Il s'agit de la *mondialisation* de la finance et de la *désintermédiation*<sup>66</sup> financière qui de fait se sont imposées : aujourd'hui, des émetteurs de titres sollicitent donc des épargnants dans n'importe quelle partie du monde et ce en dehors du circuit bancaire traditionnel. C. Gerst et D. Groven soulignent justement ce phénomène fondamental<sup>68</sup> : « La recherche de capitaux par un canal direct (emprunteur/investisseur), qui aboutit à affaiblir le rôle des intermédiaires (banques), a contribué au renforcement des agences ».

Cette désintermédiation financière induit donc des effets significatifs sur le rôle des agences qui de fait jouent un rôle de « cerbère » des marchés financiers en conditionnant fortement l'obtention de capitaux pour les émetteurs et en conditionnant les choix de certains investisseurs. Ainsi, des fonds de pensions, des assurances ou même des institutionnels sont

---

<sup>64</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p.50-51 sq.

<sup>65</sup> Ibid.

<sup>66</sup> La « désintermédiation financière » est donc un concept assez récent et correspond en fait à l'avènement d'une économie financiarisée. Le tournant néo-libéral des années 80 a donc vu la naissance de ce phénomène. Plusieurs définitions sont possibles, une peut-être retenue : « Evolution du mode de financement observée en France depuis les années quatre-vingt et caractérisée par la préférence croissante des agents pour le face-à-face direct entre l'épargne et l'investissement (par le truchement des titres tels qu'actions ou obligations), au détriment de la transformation bancaire ; on dit aussi "intermédiation de marché" (par opposition à l'"intermédiation de bilan" caractérisant la transformation bancaire). (source : [http://www.crdp-montpellier.fr/ressources/dda/finances/dda4\\_lexique1.html#88](http://www.crdp-montpellier.fr/ressources/dda/finances/dda4_lexique1.html#88) , lexique).

A noter aussi les travaux de Jean Peyrelevalde sur le sujet. (PEYRELEVADE Jean, *Le capitalisme total*, Paris, Seuil collection « La République des idées », 2005, 96 p.). Dans cet ouvrage, il est fait mention (chap. 3) de l'avènement d'un « capitalisme désintermédié » en opposition à un « capitalisme rhénan » ; le premier est synonyme d'une « dictature de l'actionnariat » sur de très court termes alors que le second correspondait aux projets d'entreprises de long cours portés par un actionnariat stable.

<sup>67</sup> KARYOTIS Daniel, op cit. 1995, p.18 sq.

<sup>68</sup> Ibid. p. 7

parfois soumis à des règles de placement<sup>69</sup> leur interdisant de confier leur épargne auprès d'un investisseur ne disposant pas d'une note jugée suffisante.

Les agences sont donc un pilier des marchés financiers censé accroître la diffusion de l'information, augmenter la liquidité des titres, favoriser les concordances entre émetteurs et investisseurs. Cependant, (et nous le verrons dans la suite de notre développement), la notation ne reste qu'une opinion sur un titre et nous sommes donc en mesure de nous interroger sur l'extrême importance accordée à cette opinion par l'ensemble des acteurs et régulateurs des marchés financiers internationaux. Les spécialistes de la notation et les agences elles-mêmes ont par moment rappelé ce principe<sup>70</sup> : « La notation n'étant qu'une opinion, l'investisseur doit évaluer lui-même l'émetteur et donc son risque de contrepartie ». Nous verrons que cette précaution a parfois été négligée ces dernières années et que les conséquences d'une telle imprudence ont causé des bouleversements de grande envergure.

### **C) Les agences, des acteurs de la régulation financière**

#### **a) Le statut « NRSRO »**

Comme nous le mentionnions précédemment, Fitch, Moody's, Standard and Poor's occupent plus de 90% du marché de la notation alors qu'en avril 2008, près de 64 agences de notation étaient enregistrées dans le monde.<sup>71</sup> Ces trois établissements régissent donc à eux seuls l'ensemble de la profession et lui confère ainsi son caractère oligopolistique. Ces trois établissements qui de fait dominent la notation se sont donc vu attribuer par les autorités financières américaines puis internationales un statut officiel de régulateur. Ceci débuta aux Etats-Unis dans les années 1970 où suite à une crise du crédit, la commission de sécurité de Wall Street, la SEC (*Securities Exchange Commission*), établit en 1973 un registre des agences de notation reconnues qui se sont vues décernées le titre de « NRSRO » (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*).

Ce point est fondamental dans la mesure où pour la première fois une autorité de tutelle extérieure se déchargea d'une partie de son autorité pour accorder un statut spécial à

---

<sup>69</sup> POLIGNAC (de) Jeanne-Françoise, op. cit. 2002, p. 16 sq.

<sup>70</sup> KARYOTIS Daniel, op cit., 1995, p.120 sq.

<sup>71</sup> REVAULT Pascal, Les agences de notation financière – le B.A-BA du AAA, Centre de ressources en économie et gestion, Versailles, 9 décembre 2009, 14 p. (p.2)



des établissements privés, répondant à des impératifs de croissance et parfaitement intégrés aux marchés. La SEC entérina donc le recours à la notation et aux « NRSRO » pour l'estimation de la volatilité des titres et se reporta donc sur les agences pour remplir sa propre mission. Comme le soulignent C. Gerst et D. Groven, <sup>72</sup>« La SEC exigeait des entités qu'elle régulaient que celles-ci lui communiquent le niveau de notation des titres dans lesquels elles investissaient [...] un tournant fondamental venait d'être franchi : celui de la reconnaissance officielle du statut d'expert en notation ». Ce recul de la régulation vit aussi le jour en Europe. En France la loi du 23 décembre 1988<sup>73</sup> permit l'accréditation des trois agences qui avec l'obligation du recours à la notation pour les créances négociables de plus de deux ans ont vu leur position croître considérablement. Ces choix du régulateur ont peut-être été perçus comme une forme de « démission »<sup>74</sup> qui, constatant, l'existence de spécialistes de l'évaluation des titres financiers choisit alors de se retirer en attribuant aux opinions émises une forme de vérité et d'exactitude devant induire et réguler le comportement d'une grande partie des agents sur les marchés.

#### b) La régulation internationale – le comité de Bâle

Créé au sein de la BRI (Banque des règlements internationaux), le comité de Bâle a défini un rapport de plus en plus étroit entre les agences de notation et les acteurs du système financier international. L'objectif du comité de Bâle est initialement d'encourager les établissements financiers à procéder à une évaluation fidèle de leurs actifs et des risques corrélés. Le recours aux agences de notation<sup>75</sup> a donc été formulé par le comité de Bâle notamment lors des accords de « Bâle II » dont la mise en œuvre est intervenue entre 2004 et 2008. Alain Piquemal présente cette évolution majeure de la manière suivante <sup>76</sup>« Afin de déterminer les pondérations de risque et donc des exigences de fonds propres, la directive prévoit que les banques ont la possibilité de choisir un système d'évaluation interne de leur risque soit de recourir à des organismes externes d'évaluation du crédit, principalement les agences de notation ».

---

<sup>72</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p.29-30 sq.

<sup>73</sup> Article 35 de la loi 88-1201 concernant les organismes de placement en valeur mobilière.

<sup>74</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p.31-32 sq.

<sup>75</sup> PIQUEMAL Alain, Les Agences de notation en question, Quatrièmes journées internationales de Droit bancaire et financier, AEDBF Monaco, 28 Novembre 2008, 35 p. (p.20-21). (« Bâle II » est en fait venu remplacer les accords de « Bâle I » dont l'objectif était de fixer un ratio de fonds propres pour les établissements bancaire fréquemment appelé « ratio Cooke ».)

<sup>76</sup> Ibid.

En pratique, une très faible minorité d'établissement sont autorisés à s'affranchir du rating externe (moins de 200 en 2004)<sup>77</sup>, le recours aux agences de notation est donc quasiment incontournable pour une grande majorité d'entre eux. Les agences se voient donc conférées par le comité de Bâle un rôle qu'elles n'auraient jamais envisagé. Dès 1999 <sup>78</sup>(et dans un souci d'indépendance), l'agence Moody's elle-même semblait mettre la communauté financière internationale en garde contre cette inflation de responsabilités attribuées à la notation. Il semble donc évident que le régulateur se décharge d'une partie de sa mission en transférant arbitrairement à un tiers l'évaluation des risque financiers internationaux.

Ce sont donc des acteurs du marché à part entière, les agences, soumis à des objectifs de compétition, de rendement, qui prennent en charge une partie de la régulation de ces mêmes marchés. Comme le soulignent justement C. Gerst et D. Groven <sup>79</sup> : «Ce qu'elles sont [les agences de notation] les dépasse elles-mêmes, purs organismes de recherche à l'origine, qui se situaient hors du champ des acteurs qu'elles évaluaient. [...] Des chemins de fers américains au système de régulation que le comité de Bâle est en train de mettre en place, les temps ont bien changé... ».

---

<sup>77</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p.35 sq.

<sup>78</sup> « Managing the risks implied by the use of ratings in regulation », Moody's 1999

<sup>79</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p.37 sq. (Ils mentionnent déjà clairement ce point essentiel dans l'introduction de leur ouvrage (P.14) : « Si rien n'a réussi à limiter l'expansion, l'influence et le pouvoir des agences depuis deux décennies [...] C'est qu'elles ont peut-être prospéré sur une certaine forme de démission des régulateurs et des investisseurs qui leur ont donné les pleins pouvoirs, faute d'être eux-mêmes en mesure des les assurer techniquement, et au plan des responsabilités qui en découle, de simples fournisseurs d'opinions, elles sont devenues acteurs à part entière des marchés financiers »)

## Chapitre II. Notation et crise financière – Reproches légitimes et procès injustes

Lors de ce second chapitre, la crise financière de 2007-2009 constituera une trame au sein de laquelle nous essaierons d'identifier le positionnement de la notation financière. Il ne s'agit pas ici de déterminer l'ensemble des conditions d'apparition de cette crise, ses évolutions et son issue, mais quelques repères qui font « consensus »<sup>80</sup> au sein de la science économique. En nous focalisant essentiellement sur les agences, et en ayant expliqué précédemment leur positionnement particulier au sein des marchés financiers, nous allons donc désormais essayer de comprendre ce qu'elles ont choisi de faire et de ne pas faire durant cette crise. Nous essaierons alors de discerner quelques zones d'ombres et reproches légitimes qui peuvent être formulés à l'encontre de la notation des « procès injustes »<sup>81</sup> qui lui ont été dressés. Cette clarification faite sur le rôle des agences concernant la crise nous permettra alors de réfléchir (Chapitre 3) à l'excès de reproches formulés contre les agences dans une logique d'emballage du « mécanisme victimaire »<sup>82</sup> répondant à un impératif de désignation d'un *bouc-émissaire*.

### I) Crise des *subprimes* – Panique sur les marchés (2007-2009)

Afin de mieux comprendre le positionnement des agences dans les mécanismes de cette crise<sup>83</sup>, essayons tout d'abord d'évoquer les principales étapes qui ne font pas l'objet de controverses majeures dans le champ académique. Nous verrons ultérieurement dans quelle mesure la notation est liée à cet évènement.

---

<sup>80</sup> Dans une conférence à l'Institut d'études politique de Rennes (« Sorties de crise » - 06/04/10), Patrick Artus présente ces points désormais partagés par la quasi-totalité de la science économique. Ils sont détaillés dans son dernier ouvrage : ARTUS Patrick, PASTRE Olivier, *Sorties de crise, ce qu'on ne nous dit pas, ce qui nous attend*, Paris, Perrin, 2009, 330 p.)

<sup>81</sup> MARGERIE (de) Gilles, Agences de notation : éléments pour un procès équitable, IFRI, 27 janvier 2009 (Cycle de conférence concernant la crise financière)

<sup>82</sup> GIRARD René, *op. cit.*

<sup>83</sup> De même, notre propos ne pourra évoquer les débats concernant l'ampleur et les similarités de cette crise avec celle de 1929 bien que cette question soit en effet pertinente. (Cf. JACQUILLAT Bertrand, *1929-2009 : Récession(s), Rupture(s), Dépression(s)*, Paris, Le Cercle des économistes – PUF « Descartes et Cie », 2009, 159 p.)

## A) L'économie de l'endettement

« Il n'y a rien de raisonnable dans l'époque que nous vivons, rien de rationnel dans les enchaînements qui nous ont conduits à pareil résultat... »<sup>84</sup>. Comprendre de manière exhaustive les ressorts complexes de cette crise semble en effet relever de l'impossible tant le nombre d'acteurs et leurs responsabilités respectives constituent un nœud quasi impossible à démêler comme nous le suggère ici Jean-Paul Fitoussi. Cependant, quelques éléments constitutifs de cette crise font l'objet d'un consensus, le surendettement de l'Occident en est un. Essayons de comprendre ce qu'il en est.

L'éclatement de la crise financière de 2007-2009 semble être une manifestation symptomatique d'une économie occidentale qui, en crise depuis la fin des trente glorieuses, maintient un niveau de croissance substantiel grâce à une capacité d'endettement et de financement de son mode de vie par le crédit - ceci au détriment de la production et de l'économie dite « réelle ». Cette économie de l'endettement est tout d'abord promue aux Etats-Unis lorsque le président de la FED Paul Volker choisit en 1979 de lutter délibérément contre l'inflation afin de stabiliser le pouvoir d'achat, de réduire le coût des emprunts et d'augmenter la valeur des actifs financiers.

Comme le précise Jacques Attali, « Il devient donc possible d'augmenter le niveau de vie en remplaçant le revenu par des emprunts aisément remboursés par la vente d'actifs en hausse [...] L'économie s'installe ainsi dans une économie de la dette où l'endettement des ménages est utilisé comme substitut à l'augmentation des salaires. [...] Cette situation peut durer aussi longtemps qu'augmente la valeur des actifs boursiers et immobiliers. Ce sera la cas pendant près de trente ans ».<sup>85</sup>

Cette économie de l'endettement a donc du être financée par des techniques d'innovation financière sophistiquées (notamment la titrisation) et par des politiques de libération du crédit. Pour maintenir la croissance, de très grandes quantités de liquidités ont donc étaient déversées dans une économie où la finance ne s'est plus cantonné à un rôle de

---

<sup>84</sup> FITOUSSI Jean-Paul, 4 Janvier 2010, « Après la crise, un conte parfaitement immoral », *Le Monde*, en ligne, <http://www.cercle-du-barreau.org/archive/2010/01/05/j-p-fitoussi-un-conte-parfaitement-immoral.html>

<sup>85</sup> ATTALI Jacques, *Survivre aux crises*, p.34

poumon des activités productives de valeur ajoutée mais devint le cœur du système<sup>86</sup>. S'instaura donc un système spéculatif où « le crédit fait le prix et où le prix valide le crédit. »<sup>87</sup> Cette inflation du crédit permit notamment à de grandes banques commerciales américaines de devenir des « supermarchés de la finance »<sup>88</sup> (JP Morgan, Citigroup) autorisés à utiliser les capitaux du grand public sans passer par le canal des banques d'investissement. Via la titrisation et la promotion de crédit hypothécaires (dits *subprimes*), l'immobilier est notamment devenu très accessible pour une grande partie des ménages américains dont l'endettement était en forte hausse<sup>89</sup> malgré une faible augmentation de leurs salaires.

Des « bulles » spéculatives consubstantielles à cette surabondance de liquidités se sont donc formées. Paul Krugman explique dans quelle mesure<sup>90</sup> les autorités financières américaines (dont principalement Alan Greenspan lorsqu'il dirigea à son tour la FED) ont encouragé la formation de ces espaces de croissance rapide qui ont notamment concerné internet puis l'immobilier<sup>91</sup>. Grâce à cette expansion des marchés financiers, l'économie occidentale s'est maintenue à un niveau de croissance moyen annuel avoisinant 4%<sup>92</sup> qui s'avéra finalement être très éloigné de la réalité de l'effort productif. Le maintien à la hausse de ces tendances permit donc à tout un système de ne jamais souffrir de récession majeure ; une bulle en remplaçant une autre, l'injection de liquidité et l'abaissement toujours continu des taux devant systématiquement soutenir la croissance<sup>93</sup>. Comme le soulignent P. Dockès et

---

<sup>86</sup> Cf., DOCKES Pierre, LORENZI Jean-Hervé (dir.), *Fin de monde ou sortie de crise*, Paris, Le Cercle des économistes- Tempus, 2009, 379 p. (« Il est impossible de comprendre l'origine de la crise bancaire, la créativité sans précédent en terme de produits financiers totalement désolidarisés de l'économie réelle si l'on a pas en perspective cette masse, inconnue jusqu'à lors par son ampleur, de liquidités auxquelles les banquiers ont trouvé des usages purement financiers »).

<sup>87</sup> Ibid.

<sup>88</sup> ATTALI Jacques, op cit. 2009, p.38 sq.

<sup>89</sup> Ibid. (En 1979, la dette totale américaine est de 160% du PIB, 47% pour les ménages. En 2007, l'endettement total dépassait 400% du PIB, le taux d'entement des ménages avoisinait quant à lui 140% du PIB). Se référer également à : CONSEIL D'ORIENTATION POUR L'EMPLOI, *Eléments sur la crise économique et la situation de l'emploi en France*, Paris, Mai 2009, 21 p. (p.1)

<sup>90</sup> Cf. KRUGMAN Paul, *Pourquoi les crises reviennent toujours*, Paris, Seuil, 2008, 201 p. (cf. chapitre 5 : « les bulles de M. Greenspan », p. 150 : « Le président de la FED décrocha en fait ce que je crois être un record unique : il a présidé non pas sur une mais sur deux énormes bulles d'actifs, la première à la bourse et la seconde dans l'immobilier ».)

<sup>91</sup> Cf. Annexe n°2

<sup>92</sup> ATTALI Jacques, op. cit., 2009, p. 38 sq.

<sup>93</sup> L'éclatement de la bulle internet en 2000 et les événements du 11 septembre 2001 ont provoqué des turbulences jugulées par ces choix de politique économique. Comme le soulignent ironiquement P. Dockès et J-H Lorenzi (op. cit. 26 sq.) « La FED mène une politique de taux bas pour relancer la croissance mais elle laisse la perfusion dans le bras américain un peu trop longtemps... »

J-H Lorenzi<sup>94</sup> : « Début 2007, la crise est donc impossible à prévoir, dissimulée derrière une croissance forte, derrière l'argent virtuel de l'emprunt... »

## **B) Premiers « défauts » et retournements**

Comme nous l'avons mentionné précédemment, cette économie de l'endettement ne présente pas de risques majeurs lorsque la hausse des actifs couvre en toutes circonstances créanciers et débiteurs. Cependant, la fin de l'année 2007 voit le nombre de défauts de paiement des prêts hypothécaires américains être multiplié par cinq par rapport à la moyenne des défauts de 2005<sup>95</sup>. Les saisies opérées vont donc considérablement faire chuter la valeur des biens immobiliers qui de fait ne vont plus couvrir les prêts engagés. Dans le même temps, les investisseurs fuient en masse les titres financiers adossés à ces créances sous-jacentes désormais peu fiables. Les banques, qui pensaient avoir externalisé les risques de ces opérations financières complexes en les sortant de leur bilan et en les isolant dans des « véhicules de titrisation »<sup>96</sup> se voient obligées de réintégrer subitement cette charge supplémentaire alors que leurs fonds propres sont au plus bas<sup>97</sup>.

C'est à ce moment qu'une crise de confiance majeure survient sur le marché interbancaire. Les établissements financiers ne sachant pas dans quelle mesure un concurrent est lui aussi en possession d'actifs dont les « sous-jacents » ne valent probablement plus rien<sup>98</sup>, le prêt entre banques ralentit considérablement. En août 2007, BNP Paribas est la première banque annonçant ne plus pouvoir être en mesure d'évaluer réellement la valeur de ces titres hautement spéculatifs, « faisant découvrir par la même occasion qu'ils sont désormais introduits dans les comptes des principales banques du monde développé »<sup>99</sup>

Malgré ces inquiétudes majeures, une forme de « fuite en avant » ne décourage pas entièrement la spéculation qui investit massivement dans des titres de protection des crédits

---

<sup>94</sup> DOCKES Pierre, LORENZI Jean-Hervé, op. cit. 2009, p. 26 sq.

<sup>95</sup> RICOL René, Rapport sur la crise financière – Mission confiée par le Président de la République française, Septembre 2008, 166 p. (p. 27.) L'endettement des ménages étant très élevé, de légères hausses des matières premières et un ralentissement de l'activité ont donc eu des conséquences importantes sur ces ménages économiquement faibles, très endettés.

<sup>96</sup> Ibid.

<sup>97</sup> Le multiple entre fonds propres et prêts ne devait pas en théorie dépasser 12 ; il s'avéra en fait être de 50 ! (In ATTALI Jacques, op. cit., 2009, p. 44 sq.)

<sup>98</sup> Ils seront alors communément appelés « actifs toxiques », il s'agit de ces produits titrisés dont la faiblesse des créances sous-jacentes provoqua une perte de confiance majeure au sein des marchés.

<sup>99</sup> ATTALI Jacques, op. cit., 2009, p. 40 sq.

(les CDS, *Credit default swaps*) ; leur encours dépassera les deux trillions de dollars pour un montant d'actifs assuré de 60 trillions de dollar, somme supérieure au PIB mondial.<sup>100</sup>

En janvier 2008, les banques ne disposant que de très peu de fonds propres et enregistrant des pertes importantes sont en cessation de paiement. Bear Stearns est le premier établissement à se déclarer en faillite ; la Maison Blanche décide alors de sauver cette banque, puis, c'est au tour de Northern Rock en Grande-Bretagne de céder. A la fin de l'été 2008, Lehman Brothers enregistre elle aussi des pertes records - au sommet de l'Etat américain une hésitation survient pour savoir s'il faut de nouveau suivre le principe du « *Too big to fail* »<sup>101</sup> et sauver l'établissement en reprenant une partie de ses actifs (la banque anglaise Barclay's se proposant de racheter le reste de l'établissement) ou ne pas laisser entrevoir un signal laissant croire que tout le monde serait couvert en cas de faillite massive.

La deuxième option est retenue par Henry Paulson et la Maison Blanche ce qui entraîne immédiatement la faillite d'un autre établissement majeur AIG, le plus grand assureur mondial. La panique sur les marchés financiers est alors à son comble, personne ne semble être en mesure de contrôler la situation. Paulson déclare lui-même<sup>102</sup> : « Face à la crise nous n'avons aucun mode d'emploi. Les Etats-Unis sont démunis ». C'est désormais « l'économie réelle » qui va subir à son tour cette turbulence majeure survenue au cœur des marchés financiers.

### **C) La transmission à l'économie réelle**

En septembre 2008, le gel du prêt interbancaire atteint des proportions telles que le système financier international dans son ensemble est gravement menacé. Le 17, en l'espace d'une journée, 550 milliards de dollars sont retirés du marché monétaire aux Etats-Unis. La paralysie des marchés est totale<sup>103</sup>. Cette paralysie des marchés financiers va in fine affecter l'économie réelle victime d'un phénomène de « contraction du crédit <sup>104</sup> » dans une situation où les banques ne se prêtent plus. Pour les ménages, les entreprises, y compris les plus

---

<sup>100</sup> Ibid.

<sup>101</sup> GAILLAD Norbert, op. cit. 2010, p. 88 sq.

<sup>102</sup> DOCKES Pierre, LORENZI Jean-Hervé, op. cit., 2009, p. 28 sq.

<sup>103</sup> Cf. ATTALI Jacques, op. cit 2009, p. 44 sq. (« La liquidité des banques n'est plus assurée. Le crédit aux entreprises s'arrête . Si ce jour-là, les épargnants s'étaient précipités en masse pour retirer leur argent des banques aux Etats-Unis et en Europe, le système capitaliste en son entier se serait sans doute effondré »)

<sup>104</sup> Cf. Annexe n°4

solvables, l'accès aux capitaux est quasi impossible (ou alors au prix de conditions déraisonnables). Ce phénomène appelé dans le monde anglo-saxon *credit crunch*, qui se manifeste donc par une crise de liquidité massive, est synonyme d'asphyxie pour l'activité économique dans son ensemble qui d'une certaine manière est prise en otage par les perturbations du monde financier. Ce resserrement du crédit entraîne donc un ralentissement significatif de la consommation et de l'activité des entreprises ce qui a notamment pour conséquence une hausse du chômage<sup>105</sup>. Le commerce international<sup>106</sup> et l'ensemble des flux sont également pris dans ce cercle vicieux conduisant à un gel global de l'activité économique.

Afin de sauver le système financier et de relancer l'activité, les Etats et les banques centrales lancent donc des plans massifs de relance et de sauvetage de leurs établissements financiers. En octobre 2008, le plan Paulson consacre 700 milliards de dollars au sauvetage des banques américaines dans le cadre du plan TARP<sup>107</sup>. Une autre étape est franchie aux Etats-Unis en mars 2009 lorsque la FED décide de reprendre à son compte l'ensemble des actifs défaillants (fréquemment appelés « toxiques ») que les banques américaines pourraient détenir. Au total, en mars 2009, la FED a garanti plus de 8,7 trillions de dollars à l'économie américaine.<sup>108</sup> L'Europe, dans des proportions bien plus modestes, a elle aussi mis en place ce type de plan d'urgence. La France a par exemple consacré 360 milliards d'euros au sauvetage de ses banques<sup>109</sup>.

Le bilan de cette crise et ses conséquences sont encore difficiles à évaluer. Il est par contre certain que cette crise de l'endettement montre les difficultés d'un système économique qui peine à maintenir une croissance déconnectée de ses capacités réelles. Enfin, la très faible capitalisation des banques occidentales et l'endettement des pouvoirs publics eux-mêmes rendent ces entités totalement dépendantes de leurs bailleurs<sup>110</sup>. Aujourd'hui, ce

---

<sup>105</sup> Ceci a été particulièrement visible dans le cas français où notamment l'intérim et l'industrie ont enregistré des pertes d'emploi massives (cf. CONSEIL D'ORIENTATION POUR L'EMPLOI, Eléments sur la crise économique et la situation de l'emploi en France, Paris, Mai 2009, 21 p. (p.12))

<sup>106</sup> Cf. Annexe n°5

<sup>107</sup> Le plan TARP (*Trouble asset relief program*) adopté par le Congrès est un document de 110 pages devant présenter les conditions du sauvetage de l'économie américaine. (In DOCKES Pierre, LORENZI Jean-Hervé, op. cit. 2009, p. 28 sq.)

<sup>108</sup> ATTALI Jacques, op. cit., 2009, p. 50 sq.

<sup>109</sup> Ibid.

<sup>110</sup> En 2009, les gouvernements de l'OCDE ont emprunté l'équivalent de 9% du PIB de ce même ensemble économique pour faire face à la crise. (In ATTALI Jacques, op. cit., 2009, p. 71 sq.)



système tient encore grâce à la stabilité politique, à la crédibilité des « signatures » et des établissements financiers des pays développés. L'inconnu réside par conséquent dans l'espérance de vie d'une telle configuration<sup>111</sup>.

## **II ) Depuis l'été 2007 – Regain de suspicion envers la notation**

Ce deuxième temps va nous permettre de réfléchir aux principaux griefs formulés à l'encontre de la notation financière. Nous allons essayer de montrer dans quelle mesure certaines turbulences économiques et financières antérieures ont contribué à la formation d'une suspicion à l'égard de la notation qui durant la crise de 2007-2009 a trouvé un écho important. Enfin, nous réfléchirons aux apports et aux limites de cet outil au sein des marchés financiers.

### **A) Les premières interrogations à l'encontre de la notation**

La crise asiatique de 1997 est probablement le premier événement économique majeur durant lequel la notation financière fut montrée du doigt. La chute du bath en Thaïlande provoqua une récession majeure qui finit par toucher l'ensemble du continent asiatique<sup>112</sup> suite à une fuite des investisseurs. Les Philippines, la Malaisie et l'Indonésie furent sévèrement affectés et virent également leur monnaie perdre une valeur considérable. Il faudra une intervention du FMI en 1999 pour sauver ces pays de la banqueroute que l'Indonésie ne put cependant pas éviter, elle fera défaut en mars de cette même année.<sup>113</sup>

Cependant, durant le début des années 1990, les notations des entités publiques et privées dans cette région du monde atteignaient de très bons niveaux en catégorie « investissement »<sup>114</sup>. Les agences de notation se sont alors vu attribuée une certaine

---

<sup>111</sup> Ibid. (« Le financement de ces dettes semble encore garanti et, aussi longtemps que les banques centrales de l'Occident resteront crédibles, les fonds souverains et les épargnants du Golfe et d'Asie continueront de leur apporter leurs ressources : où pourraient-ils d'ailleurs placer leur épargne de façon politiquement aussi sûre ? »)

<sup>112</sup> Cf. KRUGMAN Paul, op. cit., 2008, (chapitre 4: "le krach asiatique"). Le bath perdit presque 50% de sa valeur par rapport au dollar en seulement trois semaines.

<sup>113</sup> GAILLARD Norbert, op. cit. 2010, p. 56 sq.

<sup>114</sup> Cf. VENDIN Eric, 1<sup>er</sup> Mars 2010, "Activités et régulation des agences de notation : le modèle actuel des agences de notation est remis en cause par la crise", *Banque de France*, en ligne, <http://www.news-banques.com/activites-et-regulation-des-agences-de-notation-le-modele-actuel-des-agences-de-notation-est-remis-en-cause-par-la-crise/012119200/> )

incapacité à prévoir l'insolvabilité des entités notées et ont également procédé à une décote massive des notes concernant ces pays dont la rapidité provoqua un vent de panique qui déstabilisa les investisseurs.<sup>115</sup> Standard and Poor's par exemple abaissa la note souveraine de la Thaïlande de quatre crans, celle de la Malaisie de cinq, dix pour la Corée du Sud et treize pour l'Indonésie.<sup>116</sup> Une certaine brutalité de la notation a donc été soulignée lors de la crise asiatique ; nous y reviendrons en évoquant la notion de « pro-cyclicité » pour la crise de 2007-2009.

D'autres évènements ont exposé la notation à de vives critiques. Au cours de l'année 2001, « l'affaire Enron » défraya la chronique dans le monde financier. Cette société américaine de transport et d'infrastructure d'énergie se déclara en faillite début décembre, pratiquant également une succession de montages financiers frauduleux par l'intermédiaire de paradis fiscaux. Enron disposait d'une note de catégorie « investissement » à seulement quelques jours de l'annonce de sa faillite.<sup>117</sup>

Une configuration similaire a également été fortement décriée lorsque l'entreprise italienne Parmalat fut déclarée en faillite en 2003. Ce géant de l'agro-alimentaire cessa son activité fin décembre 2003 lorsque le tribunal de Parme déclara l'entreprise en état d'insolvabilité à la suite de nombreuses irrégularités<sup>118</sup>. Pour cet autre cas l'entreprise disposait également d'une bonne notation peu de temps avant sa chute.

C'est principalement l'éclatement de la bulle internet qui a concentré beaucoup de critiques à l'encontre de la notation, accusée d'avoir surcoté ces entreprises en ligne (les « dot com ») entre 1995 et 2000, sans avoir pu anticiper leur chute. Les agences n'ont commencé à décocter ces entreprises qu'à partir de juin 2002 alors que les marchés enregistraient déjà d'importantes turbulences dans ce secteur depuis le premier trimestre 2001<sup>119</sup>. Avant la crise de 2007-2009, la fiabilité de la notation a donc été questionnée mais l'ampleur encore limitée de ces évènements ne provoqua pas de débats d'envergure sur cette activité. La bulle immobilière qui a donc pris la suite des nouvelles technologies a pour le coup levé une réflexion importante sur le rôle de la notation. Essayons de voir ce qu'il en est.

---

<sup>115</sup> GAILLARD, op. cit., 2008, p.2 sq.

<sup>116</sup> GAILLARD Norbert, op. cit., 2010, p. 56 sq.

<sup>117</sup> TARTY Julien, Hebdomadaire du 20 au 26 décembre 2007 n° 1413, « Accusé, levez-vous ! », *Le Nouvel Economiste*, en ligne, <http://www.nouveleconomiste.fr/DOSSIER1413.pdf>

<sup>118</sup> « affaire Parmalat » <http://www.lexinter.net/ACTUALITE/parmalat.htm>

<sup>119</sup> « bulle internet », [http://www.lexinter.net/JF/la\\_bulle\\_internet.htm](http://www.lexinter.net/JF/la_bulle_internet.htm)

## B) Les *subprimes* et la notation – décotes et « pro-cyclicité »

Comme nous l'avons mentionné précédemment, le déclenchement de la crise de 2007 est en grande partie dû aux défauts enregistrés sur le marché du crédit immobilier hypothécaire américain (*subprimes*). Que pouvons-nous dire du rôle des agences au sujet de cet événement déclencheur de la crise financière ?

Premièrement, les agences ont attribué de très bonnes notes aux actifs financiers liés à ces « créances sous-jacentes » dans le parc immobilier en leur attribuant des notes de catégorie « investissement ». Nous savons que les ménages concernés par ces prêts hypothécaires se trouvaient dans une situation de surendettement importante augmentant ainsi les risques d'insolvabilité. En attribuant de bonnes notes à ces titres, les agences de notation ont donc cautionné un « aléa moral maximisé » du crédit au détriment d'un « aléa moral contenu ».<sup>121</sup> Ces deux notions conçues initialement dans le secteur de l'assurance renvoient à des considérations élémentaires concernant l'octroi et la gestion du crédit. Dans le premier cas, une asymétrie de l'information augmente la distance entre le prêteur et l'emprunteur, ce dernier n'est qu'indirectement relié à son créancier, sa solvabilité étant secondaire. Enfin, du côté du prêteur, les « contrôles prudeniels » sont faibles ou inexistants : il n'y a pas ou peu de provisions de capitaux en face du crédit pour avoir de la résilience face à d'éventuels défauts. Dans le second cas (dit « aléa moral contenu »), la solvabilité de l'emprunteur est centrale pour l'octroi du crédit. L'emprunteur est connu, le prêteur dispose quant à lui de fonds propres et de réserves conséquentes afin de ne pas subir le risque de crédit.

Les agences de notation, ont donc, en partie, provoqué un élan de confiance important dans ce domaine des marchés financiers alors même que la mauvaise situation de l'endettement privé était établie.<sup>122</sup> Les encours de *subprimes* ont en effet connu une expansion considérable depuis la fin des années 1990 et principalement suite à la bulle internet. Entre 1996 et 2006, les encours de *subprimes* connaissent une augmentation de 138%. Ce mécanisme de prêt est en effet viable lorsque la hausse des actifs couvre l'ensemble des parties. Cependant, les premiers défauts sur le marché du crédit hypothécaire vont donc

<sup>121</sup> Lettre du CEPII, Comprendre la crise du crédit structuré, n°275, Février 2008, p. 2

<sup>122</sup> DOCKES Pierre, LORENZI Jean-Hervé, op. cit. 2009, p. 26 sq (« Ces clients devraient faire fuir n'importe quel banquier sensé, on leur a accordé des prêts à tour de bras »). En 2006, le ménage américain moyen est endetté en moyenne à plus de 100%. En 2008, le nombre moyen de cartes de crédit par foyer est de 13. L'endettement des ménages qui s'élevait à 705 milliards de dollars en 1974 atteint 14,5 trillions en 2008.

instaurer un cercle vicieux où la dépréciation des actifs ne couvre plus l'emprunteur et ne permettent plus au prêteur de récupérer la valeur du prêt engagé. Les premières vagues de défaut surviennent entre 2005 et 2007 (ils passent de 10% en 2005 à 28% en 2008 pour finalement atteindre 30% en février 2009<sup>124</sup>). Pendant les deux premières années (2005-2007), les agences maintiennent en catégorie « investissement » les notes concernant les actifs liés à ce marché. C'est en juillet 2007, qu'une décote massive de la part des agences couplée d'un changement de méthodologie va alimenter et amplifier le manque de confiance qui commence alors à s'installer. Le « rapport Ricol » de Septembre 2008 remis à Nicolas Sarkozy présente ce phénomène<sup>125</sup> :

*« En effet, les produits structurés complexes étaient très bien notés par les agences, favorisant leur essor. Mais la baisse du prix de l'immobilier aux Etats-Unis, entraînant de fait la hausse des taux de défaut sur les prêts subprimes, a conduit les agences depuis mi-2007 à dégrader, souvent de plusieurs crans, un très grand nombre de produits structurés, (Plus de 1150 dégradations annoncées entre le 10 et le 19 juillet 2007 par les trois principales agences). Devant la perte de confiance des investisseurs pour les notations, la crise s'est étendue à d'autres produits de bonne qualité et a contribué à l'assèchement du marché interbancaire. ».*

Devant cet abaissement massif de la notation, une panique concernant les *subprimes* et le commercial paper par lequel se financent les banques va donc se propager rapidement et finalement toucher le crédit structuré de « bonne qualité », où les créances sous-jacentes corrélées aux actifs ne font pas défaut. Ce marché du crédit structuré est quant à lui bien supérieur aux simples *subprimes* qui n'en constituent qu'une maigre partie. Ce marché représentait avant la crise plus de 10 000 milliards de dollars, soit 40% du marché obligataire américain<sup>126</sup>. Les retournements massifs de ce marché vont par la suite provoquer cette crise de liquidité que nous avons présentée antérieurement conduisant ainsi à un gel du marché interbancaire et des marchés financiers en général.

Le problème soulevé par cet évènement concerne donc l'influence de la notation dans le processus d'euphorie puis de dépression des marchés. La notion de « pro-cyclicité » est ici

---

<sup>124</sup> Ibid. p. 4

<sup>125</sup> RICOL René, op. cit. 2008, p. 65 sq.

<sup>126</sup> CONSEIL D'ORIENTATION POUR L'EMPLOI, op. cit. 2009, p.3 sq

essentielle : il s'agit de dire que les notes orientent fortement les marchés à la hausse en cautionnant des mécanismes financiers complexes et risqués, puis amplifient les retournements lorsque l'abaissement de celles-ci est décidé très rapidement. D'une certaine manière, la note ne remplit donc pas sa mission initiale qui consiste à prévoir et limiter des fluctuations importantes sur les marchés financiers. L'action « pro cyclique des décotes » (*downgrades*)<sup>127</sup> est donc particulièrement pointée du doigt dans l'éclatement de la crise de 2007-2009, la note produisant une panique contagieuse très difficile à juguler.

Durant l'année 2007, les trois agences ont donc procédé à plus de 22 000 décotes qui dans 72% des cas ont été réalisées sur plus de trois crans.<sup>128</sup> Au cours de l'année 2008, les décotes se sont poursuivies et ont même été très largement amplifiées ; l'agence Fitch procédant à elle seule à 27 669 abaissements (pour seulement 717 élévations). L'action pro-cyclique de ces choix s'est donc faite ressentir comme le précise N. Gaillard<sup>129</sup> : « Ces dégradations massives ont été le prélude à des taux de défaut anormalement élevés pour les titres notés en catégories investissement, y compris pour les AAA ».

Cette influence de la notation sur les marchés avait déjà été observée précédemment. En juin 2002, l'abaissement de la note de France Telecom par Moody's et Standard and Poor's fit s'écrouler l'action de la société de presque 30%<sup>130</sup>. Une certaine méfiance avait donc déjà cours, cependant, l'ampleur des retournements de 2007-2009 n'ont fait que renforcer cette crainte. Lorsque nous aborderons la question des conventions, nous verrons donc dans quelle mesure la notation, crée des anticipations, des croyances et participe d'un phénomène de contagion. Comme le soulignent C. Gerst et d. Groven, une « hyperpuissance » de la notation finit par gagner les esprits et influe sur les comportements : « Impacts sur le cours de l'action, sur la capacité de placement du papier, sur le coût de financement, sur l'image des dirigeants, les notes ont acquis une importance considérable [...]»<sup>131</sup>

### **C) La notation – Une opinion fragile entre risque de crédit, risque de marchés et incertitudes**

---

<sup>127</sup> GAILLARD Norbert, op. cit. 2010, p. 83 sq.

<sup>128</sup> Ibid. p. 84

<sup>129</sup> Ibid.

<sup>130</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p.11 sq.

<sup>131</sup> Ibid.

a) La note comme opinion

Au vu des éléments dont nous disposons, essayons donc de réfléchir aux apports et aux limites de la notation afin de comprendre un peu mieux ce qui peut et ne peut pas relever de leur responsabilité.

Le point essentiel que nous avons déjà introduit concerne la production d'une opinion<sup>132</sup> dans la notation financière. La note est et reste en toutes circonstances un avis formé grâce à la collecte de données. Ces données, aussi objectives soient-elles, laissent toujours *in fine* un espace d'interprétation inhérent à la constitution de chaque note qui de fait ne peut s'apparenter à un « score », à une vérité, à une prédiction. Ce point majeur représente la pierre angulaire de l'activité qu'il est fondamental de ne pas perdre de vue si l'on souhaite comprendre au mieux les succès et les échecs de la notation.

La notation ne peut également pas être un « audit ». Les agences interprètent les données qu'elles collectent, produisent un avis, mais n'ont aucune prérogative permettant de contrôler la véracité des informations ; cette mission incombant aux institutions ad hoc. Il semble donc abusif de reprocher aux agences des négligences en la matière, elles ne peuvent pas tout faire.

La notation est donc une opinion dont la finalité consiste à évaluer la qualité d'un émetteur ou d'une émission, ce qui est nous appelé « le risque de crédit ». Ce risque ne concerne donc pas les fluctuations du marché pouvant affecter l'émetteur ou son émission, le « risque de marché ». Celui-ci, corrélé au risque de crédit tout en étant bien distinct a été négligé par une grande partie des investisseurs notamment dans la crise de 2007-2009. Une ambiguïté persiste cependant dans la mesure où les agences utilisent des données et des informations des marchés pour produire une analyse de crédit. Une confusion de ces deux risques peut donc être fortement préjudiciable. La Banque de France, dans un texte de février 2008 rappelle ce point essentiel<sup>133</sup>: « les agences se considèrent uniquement responsable de l'évaluation du défaut de crédit et ne s'occupent pas du risque de liquidité alors que les investisseurs pensent le contraire ». Cette dichotomie « risque de marché »/« risque de

---

<sup>132</sup> POLIGNAC (de) Jeanne-Françoise, op. cit. 2002, p. 20 sq

<sup>133</sup> CLERC Laurent, A propos des turbulences financières, *Débats économiques* n°4, Banque de France, février 2008, 8 p. (p. 3)

crédit » s'était déjà manifestée avec la notation dans la crise asiatique où les indicateurs de crédits étaient très bons mais où les risques de marchés étaient extrêmement élevés.

La note n'est donc qu'une opinion. Peut-on alors reprocher aux agences d'émettre une opinion ? L'argument de la liberté d'expression et de l'article premier de la Constitution des Etats-Unis constitue la base de l'argumentaire des agences afin de parer aux critiques. Cependant, l'écueil principal est le suivant : les agences sont bien évidemment fortement attachées à la qualité de l'opinion proposée afin de maintenir leur crédibilité. Pour ce faire, elles ont donc tendance à vouloir justifier, expliquer rationnellement et exhaustivement un choix qui comme nous l'avons dit précédemment ne sera au mieux qu'un avis. Elles invoquent donc une liberté d'expression devant permettre la formulation d'une opinion mais cherchent en pratique à les présenter et à les défendre comme des vérités. C. Gerst et D. Groven présentent ce point en évoquant la question de la communication des agences que nous allons brièvement étudier par la suite<sup>134</sup>: « Ces explications n'ont sans doute pas convaincu tant la croyance dans le caractère de vérité plutôt que d'opinion, demeure ancré chez les utilisateurs de la notation (...) Les agences sont en partie responsables de cette croyance tant elles veulent démontrer la justesse de leur opinion. »

Les agences tendent donc à se présenter comme productrices de vérité, nous l'illustrerons par la mise en place d'une communication abondante afin de justifier et d'expliquer les notes attribuées. Avant d'en venir à ce point, un élément peut cependant venir nuancer les reproches qu'il est possible d'adresser à la notation. La « fragilité » de la note s'est accrue du fait d'une complexification croissante des marchés, des techniques d'innovation financière, de la dérégulation croissante de nos sociétés dans son ensemble. Il semble donc difficile d'intégrer aujourd'hui tous ces bouleversements majeurs dans le processus de notation qui de fait est bien plus complexe qu'il y a trente ans ou bien même lorsque John Moody et Henry Poor produisaient leurs premières analyses des sociétés de transport ferroviaires américaines<sup>135</sup>.

---

<sup>134</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p.115 sq.

<sup>135</sup> Ibid. p. 62 (« La question fondamentale n'est donc pas de savoir si les notations reflètent, à un moment donné, l'évolution constatée de l'environnement économique, mais si le phénomène d'accélération des changements (technologiques, réglementaires, culturels) permet d'accorder à une notation attribuée aujourd'hui le même

## b) Notation et communication

Cette volonté quasi obsessionnelle des agences à vouloir démontrer la justesse de leur opinions les ont conduites à pratiquer une intense communication via de multiples supports (communiqués, rapports, site internet, télévision (Bloomberg)). Cette communication intense, fréquemment ambiguë, ne contribue donc pas à lever les doutes qui entourent la notation financière et les qualificatifs de « boîte noire » qui lui sont fréquemment associés<sup>136</sup>. Ce n'est donc pas un manque de communication qui leur est souvent reproché mais un manque de clarté dans une entreprise vaine : justifier exhaustivement ou scientifiquement une opinion. C. Gerst et D. Groven attirent notre attention sur ce point essentiel : « Il est même possible que la profusion d'explications données finisse par nuire, tant il demeure impossible de justifier scientifiquement une opinion. [...] Quelles que soient les explications avancées ou la longueur des communiqués, leur degré de précision, le choix des termes employés, il demeure souvent un sentiment d'incompréhension, de flou, voir d'arbitraire »<sup>137</sup>.

A la décharge des agences de notation, la question de la confidentialité des informations dont elles disposent et du choix des éléments devant faire l'objet d'une communication n'est en effet pas une tâche facile. Il est cependant, évident que derrière l'abondance de communication, les véritables arguments motivant leurs choix ne sont que très rarement avancés<sup>138</sup>. Cette confidentialité des informations fournies par l'émetteur représente une difficulté que l'agence se doit de gérer au mieux ; une grande prudence de la part des analystes est donc souvent de mise. L'on peut également comprendre qu'une agence ne veuille pas dévoiler trop d'informations pour ne pas alimenter des soupçons de conflits d'intérêts et de connivence avec l'émetteur qui lui-même ne souhaite pas s'exposer dans de trop grandes proportions aux marchés et à la concurrence.

La communication sur la méthodologie des agences est aussi un autre sujet délicat dans la mesure où les termes du débat sont très techniques et où la part d'interprétation reste substantielle. Depuis la crise de 2007-2009, la pratique « d'appels à commentaires »

---

caractère prédictif qu'une notation attribuée il y a 20 ou 30 ans. Ce phénomène d'accélération semble impossible à intégrer dans les notations ».)

<sup>136</sup> Ibid. p.104

<sup>137</sup> Ibid.

<sup>138</sup> Ibid. p.106



concernant les méthodologies permettent d'instaurer plus de confiance et d'accroître légèrement la transparence dans le processus de notation, cependant, les agences ont encore de grandes difficultés à faire preuve de persuasion et de clarté.

Abondante mais fréquemment contre-productive, la communication pratiquée par les agences de notation a contribué dans une certaine mesure aux dérèglements et aux crises de confiance importantes des dernières années. «Ce qui semble déranger, dans la communication de agences, c'est bien qu'en dépit de leurs réactions quasi immédiates et largement diffusées concernant les sociétés notées, [...] le fondement de leur réaction reste souvent difficile à appréhender, soit qu'il sonne comme une évidence que les marchés avaient depuis longtemps anticipés, soit qu'il apparaisse comme un aveu tardif et brutal de l'ignorance d'une situation [...] <sup>139</sup>»

---

<sup>139</sup> Ibid. p.105

## Chapitre III. La notation : une victime expiatoire idéale

Le chapitre précédent nous a donc permis d'identifier les choix des agences avant et pendant la crise financière, ainsi que certaines zones d'ombre de l'activité (opinion/vérité, risques de crédit/de marché, communication). Il s'agit désormais de voir comment un « mécanisme victimaire » (R. Girard) se met en place, dans la mesure où il est possible d'identifier une bascule entre deux types de critiques.

Dans le premier cas, (qui correspond donc à ce que nous avons voulu faire au chapitre 2), un acteur parmi d'autres est observé et critiqué au sein d'un large système où les responsabilités de chaque partie sont extrêmement périlleuses à attribuer et à délimiter. Dans une seconde démarche, un seul acteur supporte l'ensemble de la critique et polarise toutes les attentions pour remplir le rôle de *bouc-émissaire*.

Nous allons donc, dans un premier temps, présenter les rouages de ce mécanisme victimaire conduisant à la désignation du bouc-émissaire. Ensuite, dans le cadre de la notation, nous évoquerons les éléments à partir desquels ceux qui produisent ce type de jugement pensent pouvoir s'appuyer.

### ***Crises et mécanisme victimaire – le bouc-émissaire au service d'un collectif en perdition***

L'euphorie produit son lot d'idoles, la crise ses bouc-émissaires ; celle de 2007-2009 dernière n'a semble-t-il pas dérogé à la règle. Il y eut donc une nécessité de nommer, de cibler, d'attribuer des responsabilités alors même que cette crise n'était pas arrivée à terme et que les responsabilités de chaque acteur sont comme nous l'avons dit extrêmement complexes à délimiter.

Il a donc été possible d'observer dans la presse spécialisée mais aussi dans des media de plus large couverture ce débat concernant la désignation des agences comme bouc-émissaire. Ces documents sont légions, il nous est bien évidemment impossible d'en faire une

étude exhaustive, quelques éléments peuvent cependant être remarqués. Un article de C. Chavagneux<sup>140</sup> présente dès octobre 2007 les prémices de cette volonté de désignation d'une victime seule et unique. En décembre 2007, il est intéressant de constater que la sphère politique choisit de pointer du doigt les agences de notation et de leur imputer en grande partie le déclenchement de la crise. Parmi les principaux dirigeants européens, Angela Merkel se fait notamment remarquer la première sur ce sujet en critiquant vivement les agences dès l'automne 2007.<sup>141</sup> Elle déclarera par la suite durant l'été 2008 : « Il n'est pas acceptable que la communauté mondiale dans son ensemble soit obligée de payer pour une évaluation des risques incorrecte à un moment donné. »<sup>142</sup>

Comme le souligne Julien Tarty<sup>143</sup>, « A chaque crise des marchés, les institutionnels pointent le doigt vers les agences de notation alors que personne n'ignore les faiblesses et les limites de leurs pronostics ». Une tentation forte existe bien au sein de la sphère politique de s'attaquer à ces institutions. En France, Nicolas Sarkozy<sup>144</sup> affirma que « les agences n'avaient pas fait leur travail ». Une interview<sup>145</sup> de Philippe Waechter, directeur chez Natixis Asset résume bien le phénomène : « Sarkozy fait des agences de notation un *bouc-émissaire* alors que c'est une responsabilité collective ». Olivier Pastré et J-M Sylvestre ont également fait mention de cette tentation victimaire concernant les agences<sup>146</sup> : « Elles font office de victimes idéales. Il n'est pratiquement pas un politique qui n'y soit allé de son couplet. »

Ce débat nous renvoie par conséquent au mécanisme victimaire classique, inhérent à chaque crise, telle que la pensée de René Girard peut nous le suggérer. Ses travaux nous sont donc d'un grand secours afin d'illustrer ce mécanisme social essentiel à la compréhension de

---

<sup>140</sup> CHAVANGEUX Christian, « Les boucs-émissaires de la débâcle financière », *Alternatives Economiques*, Octobre 2007, n°262.

<sup>141</sup> TARTY Julien, Hebdomadaire du 20 au 26 décembre 2007 n° 1413, « Accusé, levez-vous ! », *Le Nouvel Economiste*, en ligne, <http://www.nouveleconomiste.fr/DOSSIER1413.pdf>

<sup>142</sup> (Anonyme), 30 Aout 2008, « Subprime, Merkel critique les Agences de notation », *Challenges.fr*, en ligne, [http://www.challenges.fr/actualites/entreprises/20070830.CHA9647/subprime\\_merkel\\_critique\\_les\\_agences\\_de\\_notation.html](http://www.challenges.fr/actualites/entreprises/20070830.CHA9647/subprime_merkel_critique_les_agences_de_notation.html)

<sup>143</sup> TARTY Julien, op. cit.

<sup>144</sup> BRONNEC Thomas, 25 avril 2008, « Sarkozy fait des agences de notation un bouc-émissaire », *L'Express.fr*, en ligne, [http://www.lexpress.fr/actualite/economie/sarkozy-fait-des-agences-de-notation-un-bouc-emissaire\\_472370.html](http://www.lexpress.fr/actualite/economie/sarkozy-fait-des-agences-de-notation-un-bouc-emissaire_472370.html)

<sup>145</sup> Ibid.

<sup>146</sup> FREMONT Alexis, 27 décembre 2008, « Les agences de notation et la crise financière », *Respublicanova.fr*, en ligne, <http://www.respublicanova.fr/spip.php?article481>

nos sociétés. Essayons de présenter les caractéristiques de ce fait social, de cette situation où le mécanisme victimaire conduit à la désignation du bouc-émissaire.

Premièrement il s'agit d'insister sur la période de crise qu'un groupe traverse. Sans crise, les mécanismes victimaires s'évanouissent. « Les persécutions qui nous intéressent se déroulent de préférence en période de crise qui entraîne l'affaiblissement des institutions normales<sup>147</sup> ». Cette crise de 2007-2009 qui vit en effet vaciller de nombreuses institutions nous fournit donc un cadre approprié afin de déceler ce type de mécanisme. C'est dans ce contexte de crise que le mécanisme se met en place et que la « réciprocité des échanges » entre acteurs se fait plus prégnant. « Quand la société se détraque, les échéances se rapprochent, une réciprocité plus rapide s'installe non seulement dans les échanges positifs [...] mais dans les échanges hostiles ou négatifs qui tendent à se multiplier. <sup>148</sup>»

L'emballement des échanges conflictuels va conduire à une désignation imminente d'un bouc-émissaire et ceci dans une fonction cathartique ; l'intensité des échanges conflictuels devenant un poids pour le collectif période de crise. Quels sont ensuite les critères de désignation du bouc-émissaire ? R. Girard identifie<sup>149</sup> la « minorité, le faible nombre », comme « critère de sélection victimaire relatif ». Il précise ensuite<sup>150</sup>, « Plus on s'éloigne du statut social le plus commun, dans un sens ou dans l'autre, plus les risques de persécution grandissent ».

Il semble donc possible de pouvoir dresser une analogie avec notre objet d'étude. Ces agences sont en effet l'archétype de « la minorité et du faible nombre » alors même que leur influence est très forte. Elles présentent ce statut particulier d'établissement commercial, remplissant des missions de régulation, se situant donc à mi-chemin entre les principaux groupes d'acteurs du phénomène que nous étudions : particuliers-investisseurs, émetteur-entreprises, sphère politique, régulateurs. Ce positionnement atypique des trois établissements de notation peut donc nous permettre de conclure qu'ils remplissent parfaitement les conditions de désignation de bouc-émissaire.

---

<sup>147</sup> GIRARD René, op. cit. 1986, p. 23 sq.

<sup>148</sup> Ibid p. 25

<sup>149</sup> Ibid. p. 30

<sup>150</sup> Ibid p. 31

Ce bouc-émissaire vient donc au secours d'une communauté en perdition qui se trouve alors en quête d'une nouvelle cohésion. C'est la désignation du bouc-émissaire et une focalisation sur ce dernier qui permettra de rétablir un ordre, un équilibre salvateur pour la communauté ainsi ressoudée. « Le meurtre du bouc-émissaire conclut la crise, parce qu'il est unanime. Le mécanisme du bouc-émissaire canalise la violence collective contre un membre de la communauté choisi de façon arbitraire, et cette victime devient l'ennemi de la communauté toute entière qui *in fine* est réconciliée.<sup>151</sup> » Ce qui nous intéresse tout particulièrement c'est en effet cette recherche de cohésion d'un groupe qui désuni et ne pouvant supporter ses propres déconvenues transfère collectivement ce mal-être sur une victime désignée. Au sujet de la crise de 2007-2009, les dirigeants politiques et la communauté des investisseurs développent des critiques concernant la notation qui, partiellement vraies, leurs permettent cependant de rationaliser a posteriori leur démarche et d'occulter leurs propres responsabilités. Il s'agit d'un jeu de dupes, où l'on se persuade d'avoir compris et solutionné un problème. « Tout le monde pensera avoir trouvé le coupable. D'une certaine manière, le mécanisme du bouc-émissaire fonctionne comme une fausse science, une grande découverte, ou une chose soudain révélée que chacun peut vérifier dans les yeux des voisins<sup>152</sup> ».

Concluons enfin sur un dernier élément concernant la dimension collective du phénomène ; il s'agit bien d'une désignation collective d'un responsable qui s'opère par contagion. C'est un jeu de miroirs dans lequel chaque unité du collectif se trouve pris d'une « contagion mimétique ». Durant l'Antiquité, ou au Moyen-âge, René Girard explique parfaitement comment s'opère la constitution d'une foule, soudée et déterminée contre sa victime.<sup>153</sup> Actuellement, ces groupes sont de taille plus conséquente, parfois constitués virtuellement avec Internet et la profusion des moyens de communications. L'échelle géographique, les outils, l'objet même des contentieux et des crises ont donc fortement évolué mais les mécanismes sociaux semblent entretenir une forte proximité à travers les époques.

---

<sup>151</sup> GIRARD René, *Les origines de la culture*, p. 76

<sup>152</sup> Ibid. p. 81

<sup>153</sup> Cf. GIRARD René, *Je vois Satan tomber comme l'éclair* (Chapitre I : Il faut que le scandale arrive). Au sujet de la « contagion mimétique », se référer également à, GIRARD René, *La voix méconnue du réel* (p. 12 : « [...]l'illusion unanime d'une victime coupable, produite par une contagion mimétique, autrement dit par l'influence spontanée que les membres d'une même communauté exercent les uns sur les autres »)

Principaux bouc-émissaires de la crise financière, les agences se sont donc trouvées prises sous les feux de critiques très virulentes par l'ensemble des protagonistes de la crise qui comme le souligne R. Girard sont galvanisés et aveuglés par « une fausse science » devant avoir valeur explicative. La désignation des agences comme bouc-émissaire s'accompagne donc de craintes, de suspicions, d'idées reçues élevées au rang de vérité. Nous allons donc essayer de voir qu'elles peuvent être ces craintes, dans quelle mesure elles relèvent du fantasme sans occulter cependant les faits antérieurs avérés qui ont pu nourrir de telles craintes. Nous verrons donc que ces peurs exagérées inhérentes au processus de désignation du bouc-émissaire occupent une place très importante dans le débat concernant le travail des agences de notation.

## **I ) Le monde de la finance et la crainte du complot**

Les théories du complot et les craintes de manipulation dans le monde financier sont des lieux communs ayant fréquemment alimenté les rumeurs ou les suspicions les plus déraisonnables conduisant notamment à la désignation de bouc-émissaires. Comme nous le dit Krugman<sup>154</sup> : « Au cœur des ténèbres d'Antan, avant le triomphe du capitalisme, la figure du méchant spéculateur, le malfaiteur immensément riche qui manipule les marchés au détriment des honnêtes gens était un personnage central de l'imagerie populaire ». D'une certaine manière, ces craintes primitives reculèrent au fur et à mesure que la science économique progressa et lorsque l'on vit notamment qu'un petit nombre d'individus n'était jamais en mesure de pouvoir influencer réellement le cours d'une monnaie ou l'évolution d'une économie<sup>155</sup>. L'idée que les agences ont donc pu remplir ce rôle d'élément destabilisateur à l'insu d'une grande majorité semble donc être une résurgence d'une crainte ancestrale comme nous le suggère notamment Paul Krugman. En effet, aucun élément tangible ne permet d'affirmer que les agences ont délibérément favorisé l'éclosion de cette crise pour un retirer un éventuel profit, bien au contraire, c'est leur crédibilité qui a sérieusement été mise à mal par cette crise.

---

<sup>154</sup> KRUGMAN Paul, op. cit 2008, p. 125 sq.

<sup>155</sup> Ibid. (« Puis les gens sérieux ont cessé de croire en son existence, la raison finit par gagner les esprits. Personne ne niait, à l'exception des défenseurs inconditionnels du laissez-faire, qu'il y avait des cas où des gens s'échangeaient des informations en secret, et peut-être même manipulaient le cours d'une action ici où là ».)

Cette suspicion ne peut donc reposer sur aucun élément sérieux ; quels peuvent donc être les ressorts d'une telle crainte ? Quels facteurs ont permis à ces « ténèbres d'Antan » de ressurgir ? Apporter une réponse exhaustive et surtout rationnelle à des comportements qui ne le sont pas n'est pas chose facile. Cependant, quelques éléments peuvent attirer notre attention.

Nous pouvons suggérer que le développement sans cesse plus rapide de l'économie financiarisée depuis la fin des années 1970 en Occident s'accompagna d'activités spéculatives majeures qui ont alimenté en grande partie le retour de cette crainte primitive. Cette figure du « méchant spéculateur immensément riche qui manipule les marchés » a cessé de relever du fantasme notamment lorsqu'au début des années 1990, des fonds spéculatifs (*hedge funds*) ont provoqué des turbulences majeures. En 1992, un seul homme, George Soros à la tête de son propre fond spéculatif (le Quantum fund), utilisa sa société afin de déstabiliser délibérément une institution de premier plan. L'objectif était en effet de réaliser un profit mais surtout de réaliser comme le suggère Krugman un « coup de publicité », en montrant qu'un seul homme pouvait ébranler une des institutions financière les plus puissantes du monde<sup>156</sup>.

La victime de cette attaque spéculative inédite fut la Banque d'Angleterre. En 1990, la Grande-Bretagne décida de rejoindre le système de change européen fonctionnant approximativement avec des taux fixes et élevés alignés sur ceux de la Bundesbank. La Grande-Bretagne, en pleine récession, se trouva donc en difficulté au sein de ce système monétaire. Grâce au fond Quantum, George Soros, après avoir acheté 15 milliards de livres les déversa sur le marché des changes en août 1992. A la mi-septembre, la Banque d'Angleterre avait dépensé 50 milliards de livres pour défendre sa monnaie, en vain. Les autorités britanniques démissionnèrent face à cette attaque; elles décidèrent donc de laisser flotter la livre se retirant du même coup du SME. Un homme seul, à la tête d'une fortune personnelle, a donc fait vaciller une institution du capitalisme mondial et se vit surnommé « L'Homme qui a fait sauter la Banque d'Angleterre ». Même si la Grande-Bretagne bénéficia en partie des dévaluations de la livre qui suivirent, il fut stupéfiant de constater qu'un individu put faire plier une Banque Centrale.

---

<sup>156</sup> Ibid. p. 128

Durant la crise asiatique de 1997, le premier ministre malaisien Mahatir a donc fortement soupçonné George Soros d'avoir reproduit ce qu'il avait infligé à la Grande-Bretagne alors que d'autres fonds spéculatifs ont été responsables de cette crise mais que la fuite des capitaux malaisiens eux-mêmes explique en grande partie les difficultés que connut le pays.<sup>157</sup> Cet accès de paranoïa pris vite fin lorsqu'il fut avéré que le fond Quantum ne prit aucunement part à cet événement, cependant, ces craintes que l'on jugeait arriérées, dépassées, relevant de « l'imagerie populaire » sont donc redevenues très prégnantes dans le monde politique, économique et financier.

L'économie mondiale vit donc désormais dans la crainte de voir un individu ou un petit groupe déstabiliser les institutions les plus puissantes : Etats, Banques Centrales, établissements de crédit, d'assurance, etc. Cette suspicion à l'égard des agences de notation s'est donc probablement nourrie de ce type d'événements improbables dans l'économie des trente glorieuses. La financiarisation de l'économie permet donc ces bouleversements et un retour des craintes et des suspicions qui leur sont associées...

## **II ) La dimension oligopolistique de la notation**

Les caractéristiques oligopolistiques de la notation sont peut-être, pour partie, à l'origine des craintes dont nous avons fait mention. La faible concurrence et la faible efficacité des mécanismes classiques d'ajustement dans ce type de configuration (notamment au sujet des prix) alimentent donc la suspicion : les trois établissements peuvent-ils s'entendre afin de maintenir leur position dominante, d'éviter l'intrusion d'un nouvel entrant, de maintenir artificiellement les prix à la hausse ? Nous allons essayer d'apporter quelques éléments de réponse à ces questionnements.

Premièrement, nous pouvons suggérer que cette « crainte de l'oligopole » est probablement issue de configurations antérieures où les disfonctionnements du marché ont pu se faire ressentir. Les soupçons à l'encontre de la notation ne sont donc pas sans rappeler par exemple l'influence du cartel pétrolier<sup>158</sup>, des « sept sœurs » qui ont en effet faussé le jeu du

---

<sup>157</sup> Ibid. p. 135

<sup>158</sup> Anthony Sampson consacra d'importants travaux sur la question.(Cf. SAMPSON Anthony, *Les 7 sœurs*, Paris, Moreau, 1976, 490 p.). Il explique comment John D. Rockefeller fut en partie l'artisan de cette situation



marché pétrolier jusqu'à l'avènement notamment d'un autre cartel, l'OPEP. Dispose-t-on d'éléments significatifs pour en tirer les mêmes conclusions au sujet de la notation financière ? Non, au vu des éléments actuels dont nous disposons, aucune entente illicite n'a été avérée jusqu'à présent. C. Gerst et D. Groven abordent ce point lorsqu'ils évoquent la stratégie des agences de notation ; ils expliquent que les agences défendent légitimement leur réputation et expriment des points de vue communs sur leur activité mais n'entretiennent aucune relations de quelque nature que se soit <sup>159</sup> : « Les agences ne se parlent pas, ne se rencontrent pas. [...] Il n'existe pas de forum annuel de rencontre des dirigeants, ni de représentation commune défendant les intérêts de la profession lorsqu'ils paraissent menacés ».

La dimension oligopolistique n'a donc pas pour le moment conduit à des pratiques illicites ; ce type de marché peut-il par contre fausser les mécanismes d'ajustement des prix ? Ce point plus technique sera traité ultérieurement lorsque nous évoquerons les conflits d'intérêts liés à l'activité. Il est cependant déjà possible de dire que les grilles tarifaires sont en effet très resserrées<sup>160</sup> et ne permettent pas aux émetteurs de disposer d'une grande marge de manœuvre afin d'effectuer leur choix. La dimension oligopolistique de la notation se fait surtout ressentir dans la mesure où il semble de plus en plus difficile pour un éventuel entrant de se faire une place aux côtés des trois établissements actuels. Fitch Ratings avait réussi eu début des années 2000 à casser le « duopole » Standard and Poors – Moody's mais les prétendants actuels ne semblent pas encore être en mesure de poursuivre l'ouverture du secteur.<sup>161</sup> Même si 10 établissements disposent aujourd'hui du statut « NRSRO » édicté par l'instance tutélaire de Wall Street, la SEC, le marché ne reconnaît pour sa part que les trois seuls établissements faisant l'objet de notre propos<sup>162</sup>.

Enfin, cet oligopole est toujours perçu par les acteurs et les observateurs de la finance internationale de manière assez négative dans la mesure où la notation représente ce « passage obligé » pour les émetteurs ou pour les établissements bancaires du fait des normes

---

grâce à l'utilisation d'une des ses sociétés de transport de brut dénommée Socal). Les sept sœurs étaient les compagnies suivantes : Esso, Shell, BP, Gulf, Texaco, Mobil, Chevron.

<sup>159</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p.135 sq.

<sup>160</sup> Ibid. p. 69 (Cf « grille tarifaire 2004 »)

<sup>161</sup> RAIMBOURG François, « les enjeux de la notation financière », *Revue française de gestion*, 2003/6, n°147, pp. 67-76 (Cf. p. 68)

<sup>162</sup> Les sept autres établissements sont : AMBC, Dominion Bond, Japan Credit rating agency, RandI, LACE Financial, Realpoint LLC.

financières en vigueur que nous évoquions dans le premier chapitre (accords de Bâle II). L'ensemble de ces contraintes ne permettent donc pas d'établir une confiance forte et de désamorcer les craintes et les suspicions qui entourent l'activité.

Le dernier point que nous pouvons mentionner au sujet de cet oligopole réside dans la stratégie délibérément offensive des trois principaux acteurs afin d'étendre leur emprise sur les marchés de capitaux mondiaux notamment via une pratique controversée : la notation « non-sollicitée ». La notation non-sollicitée consiste à attribuer une note à un émetteur sans que celui-ci n'en fasse expressément la demande ; il est auparavant mis au courant par l'agence d'une publication de notation le concernant mais il ne peut s'y opposer. Ce type de notation est un legs du « journalisme financier » que nous évoquions au premier chapitre, la manifestation d'une liberté d'expression dont les agences font fréquemment mention. Jusqu'ici, aucune critique majeure n'est à signaler. Cependant, lorsque les émetteurs de dettes sont devenus les rémunérateurs des agences, cette pratique fit l'objet de soupçons en partie fondés.

Les agences de notation, ont en effet bâti des stratégies afin d'identifier quels émetteurs devaient faire l'objet d'une note alors qu'aucune demande n'en avait été faite<sup>163</sup>. L'objectif recherché était simple : espérer qu'un émetteur noté de façon non-sollicitée choisisse lui-même de nouer une relation contractuelle (et donc rémunérée) avec l'agence en question afin que la note émise soit plus précise, n'étant donc pas uniquement constituée grâce aux seules informations publiques que pourrait récolter l'agence.

En pratique, cette stratégie que les agences ont déployé s'est avérée être un franc succès et leur a permis de couvrir peu à peu l'ensemble du marché mondial des titres et obligations.<sup>164</sup> Si l'on poursuit le raisonnement jusqu'à son terme, nous pouvons en effet suggérer qu'un émetteur aurait donc directement intérêt à prendre contact avec une agence afin de disposer sans tarder de la note la plus précise possible. La notation non-sollicitée fonctionna tel un aimant, attirant l'ensemble des émetteurs dans une relation de dépendance vis-à-vis des agences. Le caractère agressif de cette stratégie n'a de plus fait l'objet d'un

---

<sup>163</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p.123 sq. (« Les émetteurs stratégiques étaient définis de façons pragmatiques comme les sociétés de taille importantes émettant régulièrement des volumes conséquents sur les marchés financiers et non uniquement sur leur marché domestique »)

<sup>164</sup> Ibid. (p. 74) Gerst et Groven expliquent comment cette stratégie a permis notamment à Moody's de couvrir rapidement l'ensemble du marché russe de la dette et de s'implanter durablement dans le reste de l'Europe.

grand mystère de la part des agences qui n'ont fait que répondre à leurs impératifs de bénéfices<sup>165</sup>.

### III ) Les conflits d'intérêts

Le virage des années 1970 à partir duquel les émetteurs de dettes rémunèrent les agences pour la note émise est également à l'origine de forts soupçons concernant un éventuel conflit d'intérêt dans la mesure où l'on peut imaginer la difficulté pour une agence d'infliger des notes sévères aux établissements qui lui permettent de subsister. A l'inverse, l'on comprend bien qu'il n'est pas dans l'intérêt de l'agence de produire des notes totalement déconnectées de la qualité réelle de l'émission si elle tient à préserver sa crédibilité. Ceci ne suffit pourtant pas à lever les doutes concernant ce système de tarification atypique. C. Gerst et D. Groven présentent l'ambiguïté inhérente au système « d'émetteur-payeur »<sup>166</sup>: « Il est clair qu'il a sa part de responsabilité dans le flou qui semble régner au sein même du groupe des payeurs, des utilisateurs, des intermédiaires financiers, lorsqu'il s'agit de définir qui sont les véritables bénéficiaires de la notation ».

Toute une sorte de conflits d'intérêts peuvent donc être supposés, deux peuvent retenir notre attention. Il est concevable que ce système de tarification puisse favoriser une agence à pratiquer un examen moins exhaustif et moins contraignant pour l'émetteur si celui-ci est un client important qu'il conviendrait de fidéliser. Dans le sens inverse, l'émetteur peut être tenté de rémunérer plus généreusement une agence afin d'obtenir facilement une note de bonne qualité. Ce dernier point constitue un soupçon bien fondé dans la mesure où une société américaine, Northern Trust Corporation, avait annoncé avoir réglé certaines factures par signe de « bonne volonté », et souhaitait également obtenir certaines notations supplémentaires.<sup>167</sup> Cet établissement n'avait pas précisé les montants et le nom de l'agence parmi les trois qui attribuèrent des notes à la NTC mais cet épisode ne fit que renforcer les soupçons de conflit d'intérêt inhérents à la notation financière via le processus de rémunération.

Pour parer aux critiques, les agences annoncent procéder en interne à une séparation très nette entre les fonctions commerciales et les fonctions d'analyses. Le prix d'une note est

---

<sup>165</sup> Ibid. p. 124

<sup>166</sup> Ibid. p. 66

<sup>167</sup> Ibid. p. 71

de plus fixé à l'avance par contrat afin de désamorcer les soupçons de négociations nuisant au processus de notation. Au sujet du contrat qui est noué entre les deux parties, un point doit cependant attirer notre attention. Le contrat signé est valable pour une émission produite et diffusée à un instant précis, cependant, si l'agence de notation décide de rehausser ces prix ultérieurement, il sera difficile pour l'émetteur d'interrompre la relation qui le lie à l'agence et de contester une hausse des tarifs qu'il va subir inexorablement. « Signer un contrat avec une agence, c'est signer un chèque en blanc sur le montant des frais à payer dans le futur <sup>168</sup> ». Cette relation de dépendance déséquilibrée ne cesse donc d'alimenter soupçons et reproches, nous verrons notamment lors du dernier chapitre que les débats concernant le principe « émetteur-payeur » ont conduit les régulateurs à imposer une clarification des rôles entre les différentes parties liées à la notation.

Un dernier conflit d'intérêt majeur qui ne s'inscrit cependant pas dans le cadre des relations commerciales peut attirer notre attention, il concerne les activités de titrisation qui constituent la moitié<sup>169</sup> du chiffre d'affaire des agences. Nous évoquerons le processus de titrisation dans le cinquième chapitre mais nous pouvons déjà faire mention du conflit d'intérêt inhérent à cette opération qui pour le coup concerne une frontière délicate entre conseil et notation. La titrisation étant un produit structuré, les allers et retours entre l'agence et l'émetteur concernant la structuration des tranches d'actifs conduisent les agences à être juges et parties <sup>170</sup> ; la note acquière ainsi une dimension « pro-active » dans la mesure où elle devient partie intégrante de la nature de l'émission elle-même et de son évolution. Jusqu'à la crise de 2007-2009, ce conflit d'intérêt n'éveilla pas de craintes particulières ; c'est lorsque cette crise éclata en raison justement d'une défaillance des produits structurés (dont les *subprimes*) que les suspicions à l'égard de ce domaine particulier de la notation et de la finance ont connu un net regain. <sup>171</sup>

---

<sup>168</sup> Ibid. p. 72

<sup>169</sup> Cf. : <http://www.lafinancepourtous.com/Les-agences-de-notation.html>

<sup>170</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p.134 sq. (« L'agence ne se met-elle pas en position de conseil plutôt que d'évaluateur puisqu'elle réagit en fonction de l'évaluation de la structure proposée ? Elle participe en quelque sorte à la dynamique de la structuration, indiquant qu'en l'absence de tel élément par exemple, il sera impossible d'obtenir le niveau de note souhaité. Il s'agit d'une question légitime car les agences sont en effet dans ce domaine, à la limite de leur rôle de spectateur traditionnel »).

<sup>171</sup> Des articles de presse ou des commentaires de spécialistes produisant une association entre les termes « crise »/ « titrisation - *subprimes* »/ « agences » ont donc été très nombreux. Il serait vain de vouloir les recenser de manière exhaustive. Un texte de Mathieu Léthé produit en juillet 2008 reflète assez justement la teneur globale des commentaires produits à ce stade du déroulement de la crise. (LETHE Mathieu, 9 juillet 2008, « La

#### IV ) Le comité de notation

L'élément qui enfin retient le plus notre attention est le comité de notation, instance au sein de laquelle la note est élaborée dans des conditions difficilement identifiables. La faible transparence du comité de notation est peut-être l'élément au sein de l'agence qui a le plus contribué à l'émergence du qualificatif de « boîte noire »<sup>172</sup> concernant les établissements de notation et leurs méthodes de travail. Le travail du comité de notation vient en bout de chaîne, une fois que l'analyste principal en charge de la note en question a collecté puis analysé les données nécessaires.

La composition du comité de notation au sein d'une agence constitue déjà une première zone d'incertitude<sup>173</sup>. L'analyste secondaire, deux autres analystes qui couvrent le même champ d'étude et toute autre personne pouvant faire valoir un avis pertinent peut-être conviée ; il nous est impossible d'en savoir plus. Cette opacité de la composition du comité de notation ne vient donc que renforcer les interrogations dont nous avons fait mention précédemment. Sa méthode de délibération est-elle aussi sujette à controverse : le vote par « colimaçon »<sup>174</sup> y est pratiqué ; il s'agit en fait de recueillir les votes selon un ordre hiérarchique : les plus jeunes votent d'abord avant que ne viennent le tour des *seniors*. Il est donc étrange d'imaginer que des majorités puissent se constituer avant que les avis que l'on supposerait les plus pertinents ne puissent s'exprimer.

Durant la réunion du comité de notation, l'analyste principal présente ses analyses et suggère une note. Le vote qui s'ensuit ne porte pas sur les analyses fournies mais sur le niveau de note proposé qui va donc être confirmé ou infirmé. Un vote suggérant une note différente de celle proposée par l'analyste doit en théorie être justifié. L'aspect le plus obscur du comité de notation ne concerne donc pas tant le déroulement du processus de notation en son sein que la composition du comité qui n'est jamais dévoilée y compris à l'émetteur qui pourtant est concerné de très près par ce qui se jouera dans ce comité. De même, la répartition des votes à

---

responsabilité des agences de notation dans la crise des subprimes », *Trends.be*, en ligne, <http://trends.mnews.be/fr/economie/actualite/banque-et-finance/la-responsabilite-des-agences-de-notation-dans-la-crise-des-subprimes/article-1194641933182.htm>

<sup>172</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., (Chapitre 4: « le comité de notation : décryptage d'une boîte noire »). Malgré d'importantes zones d'ombre, une explication exhaustive du fonctionnement du comité de notation est fournie dans ce chapitre.

<sup>173</sup> Ibid. p. 95

<sup>174</sup> Ibid.

l'issue de la délibération n'est jamais communiquée ; il semblerait cependant pertinent pour l'émetteur de savoir si la note a fait l'objet d'une unanimité ou d'une approbation par une simple majorité. Un secret important entoure donc cette étape décisive du processus de notation pour lequel une immersion dans le comité serait la seule et unique possibilité de savoir réellement ce qui s'y passe. De plus, l'analyste principal lui-même n'aura jamais véritablement accès aux motivations essentielles de chaque membre du comité pour l'attribution de la note dans la mesure où il n'existe aucune pondération établie de chaque facteur considéré pour établir la note.

Comme le soulignent justement C. Gerst et D. Groven<sup>175</sup> : « Un certain nombre de changements peuvent donc être mis en place pour augmenter la transparence de ce processus mais il est à craindre que ces derniers ne soient pas en mesure de faire disparaître totalement le qualificatif de « boîte noire ». Ce comité entouré d'un grand secret constitue donc le cœur du secret de fabrication de la notation qui pour le moment ne fait l'objet d'aucune clarification de la part des agences. Une certaine ouverture sur la méthodologie de collecte et d'analyse des données est à noter ; la pratique « d'appels à commentaires »<sup>176</sup> sur ce point démontre un début de transparence de la part des agences, cependant, le cœur du dispositif dont le comité de notation est l'illustration parfaite fait quant à lui l'objet d'un secret encore bien conservé.

---

<sup>175</sup> Ibid. p. 98

<sup>176</sup> Cf. LEROY Sébastien, 12 juillet 2007, « Concilier croissance et qualité », *Agefihebdo*, en ligne, <http://www.agefi.fr/articles/Concilier-croissance-et-qualite-1016438.html> (Eric de Bodard, Directeur général Moody's France : « Nous cherchons en permanence à affiner nos méthodologies, explique Eric de Bodard. Pour ce faire, nous privilégions le dialogue avec le marché, y compris sous la forme de larges consultations (appels à commentaires) lorsqu'un nombre significatif d'émetteurs est potentiellement affecté. »)

## **PartieII : Forces et faiblesses d'une convention**

La seconde partie de ce travail va être l'occasion d'ouvrir un champ théorique que nous allons essayer de rattacher à la notation financière, la théorie des conventions ou « économie des conventions ». Nous avons insisté jusqu'à présent sur la manière dont l'activité de notation est organisée ; comment elle s'est développée et a été pratiquée à travers les époques y compris au cours des dernières années qui comme nous avons pu le voir ont été tumultueuses. Cette vue d'ensemble ne peut donc être totalement satisfaisante afin d'appréhender cette activité. Une approche microéconomique nous permet donc d'éclaircir les ressorts plus profonds de la notation. Influence sur les perceptions et représentations des agents, modification des comportements, des mécanismes cognitifs fondamentaux ; indubitablement, la notation est un phénomène qui doit être appréhendé chez les individus eux-mêmes. Les travaux menés dans le domaine des conventions vont donc constituer un apport décisif afin de présenter la notation financière sous cet autre point de vue.

Nous essaierons dans un premier temps d'introduire la notion de convention et de voir dans quelle mesure la notation peut y être rattachée. Nous montrerons que la notation est donc une convention qui peut-être sous-optimale ou perturbatrice. Un second temps sera l'occasion d'insister sur la croyance qui entoure la notation alors que les limites de l'outil sont connues comme nous l'avons explicité antérieurement ; la notation comme représentation sera donc ici essentiellement traitée. Alors que la dimension coordinatrice de la convention occupera en grande partie le premier temps de cette seconde partie, les dimensions « interprétative » et « compréhensive » de la convention seront au cœur de notre propos dans le chapitre suivant. Enfin, après avoir présenté la majeure partie des aspects pratiques et théoriques constituant la notation, nous essaierons de dresser un état des lieux des débats concernant la notation et son devenir.



## Chapitre IV. Notation – Fonctionnement d’une convention

Ce chapitre va nous permettre tout d’abord d’introduire la notion de convention : les critiques adressées à la théorie économique classique sont en grande partie à l’origine de cette notion. Nous verrons ensuite comment celle-ci se manifeste au sein des marchés en général et au sein de la notation en particulier. Pour notre objet d’étude, il s’agira de voir dans quelle mesure la convention est en fait perturbatrice devenant ainsi sous-optimale pour la collectivité.

La théorie des convention ou « Economie des conventions » peut être présentée comme un projet, un champ de recherche qui vise à réfléchir aux aspects non-marchand des échanges économiques que sont les relations de contrat, de jeu ainsi que l’ensemble des normes, représentations, institutions pouvant faciliter ou perturber ces mêmes échanges. L’économie des conventions peut donc être définie et résumée selon trois axes<sup>177</sup>: « la caractérisation de l’agent et ses raisons d’agir, les modalités de coordination des actions, la place des valeurs et des biens communs ». Une autre définition peut retenir notre attention<sup>178</sup>: « L’Economie des conventions met ainsi l’accent sur la pluralité des formes d’actions, des principes de rationalité sous-jacents à leur contexte, et le rôle des représentations collectives dans la définition même de la rationalité ».

La théorie des conventions propose donc une compréhension accrue des mécanismes microéconomiques fondamentaux pouvant *in fine* avoir des répercussions à grande échelle. Cette approche globale nous permettra donc de compléter notre vision de la notation et de préciser ce qui a pu être dit en première partie.

---

<sup>177</sup> EYMARD-DUVERNAY François, FAVEREAU Olivier, ORLEAN André, SALAIS Robert, THEVENOT Laurent, « Valeurs, coordination et rationalité. L’économie des conventions ou le temps de la réunification dans les sciences économiques, sociales et politiques », [www.pse.ens.fr](http://www.pse.ens.fr), en ligne, Octobre 2003, n° 111203, 17 p. (p. 1)

<sup>178</sup> BESSIS Franck, CHASERANT Camille, FAVEREAU Olivier, THEVENON Olivier, « L’identité sociale de l’homo conventionalis », *in*, EYMARD-DUVERNAY François (dir.), *L’économie des conventions*, tome 1, Paris, La découverte, coll. Essais et Recherches, 2006 (p. 2)

## I) Les limites de « l'économie de l'information » - le recours aux conventions

Cette première partie de notre développement va être l'occasion d'expliquer le fait que la convention est issue d'un manque de coordination des agents due à un déficit d'information au sein des marchés. Un conflit avec les théories classiques est donc à l'origine de l'Economie des conventions qui s'inscrit en effet en rupture avec les paradigmes libéraux du marché. La convention<sup>179</sup> vient donc pallier ce déficit au sein des marchés et coordonne les agents en situation d'incertitude.

### A) Une coordination problématique

La théorie classique et néo-classique associe les marchés à une série d'équilibres permettant un fonctionnement sans entraves de ces derniers. La « concurrence pure et parfaite » prévaut dans un monde où la rationalité des agents s'exerce pleinement et en toutes circonstances<sup>180</sup>. L'Economie des conventions se fonde quant à elle sur des paradigmes totalement différents et présuppose une asymétrie de l'information, une défaillance de la communication parmi les agents, un manque généralisé de connaissance concernant les marchés et leur fonctionnement. L'Economie des conventions présuppose des différences de perception fondamentales entre agents ainsi qu'une distribution inégale des ressources cognitives et intellectuelles afin d'atteindre les buts recherchés.<sup>181</sup> Ce déficit d'information est un point essentiel, il conditionnera le recours aux conventions pour des agents en situation d'incertitude qui ne disposent pas d'une liste exhaustive des « états du monde » et ne peuvent exercer leur jugement en toute connaissance de cause<sup>182</sup>. Ce point avait déjà été mentionné par

---

<sup>179</sup> E. Durkheim peut être considéré comme un des premiers théoriciens des conventions. Il affirmait « le contrat ne se suffit pas à soi-même mais exige une réglementation, un droit contractuel qui a une origine sociale » (In, *De la division du travail social*, (édition 1978), p. 193). Hume avec la notion de *agreement* (concernant les anticipations et la réciprocité des comportements), est également cité comme précurseur.

<sup>180</sup> Les travaux de Frank Knight (1885-1972) sont très complets sur ce point, notamment dans un ouvrage de 1921 intitulé, *Risk, Uncertainty and profit*, (Cf. partie 2 : « Perfect competition »). Il enseigna à l'Université de Chicago et fut notamment membre fondateur de la Société du Mont-Pelerin en 1947.

<sup>181</sup> EYMARD-DUVERNAY François *et alii*, op. cit p. 9, sq. (« Une fois que l'on a reconnu le pluralisme des évaluations, on voit plus clairement les limites de l'économie de l'information : l'asymétrie d'information entre agents est le plus souvent un problème de distribution de la capacité d'évaluation et du mode d'évaluation. Ainsi dans sa relation au patient, on peut parler d'asymétrie d'information pour marquer que le médecin dispose de plus d'information que son client ».)

<sup>182</sup> DUPUY Jean-Pierre, EYMARD-DUVERNAY François, FAVEREAU Olivier, ORLEAN André, SALAIS Robert, THEVENOT Laurent, « Introduction », *Revue Economique*, vol. 40 n°2, 1989, pp. 141-146 (Cf. p 6 :

Keynes dans la *Théorie Générale* lorsqu'il avait théorisé le recours aux conventions pour les décisions d'investissement dans la mesure où les agents établissent leur jugement sur des *prévisions* de rendement de leur investissement qui n'ont pas une base objective mais conventionnelle<sup>183</sup>. Nous y reviendrons ultérieurement.

L'économie des conventions présente donc une conception de l'économie où l'imperfection et où le non-marchand ne permettent pas de conclure à une rationalité parfaite du champ économique qui de fait ouvre des questionnements plus larges. La théorie des conventions ou L'économie des conventions (EC) souhaite par conséquent développer une approche transdisciplinaire de l'économie où des mécanismes sociaux, psychologiques, philosophiques peuvent être observés et compris<sup>184</sup> : « Le bénéfice de cette extension consiste à inscrire les relations dites économiques dans un espace beaucoup plus large, en mettant en relief leur intrication avec des actions sociales. Dans une visée commune de dénaturalisation des liens économiques, s'est constitué un riche ensemble de recherches portant sur la construction sociale des marchés. »

Avec les paradigmes que nous avons mentionnés, la théorie des conventions s'intéresse donc à la coordination des conduites humaines au sein des marchés qui par conséquent ne présentent pas les mêmes caractéristiques. La non-unicité des marchés est donc une autre différence majeure que l'EC entretient avec la théorie classique qui ne présuppose que des relations marchandes construites sur les mêmes principes d'offre et de demande, d'ajustement des prix, d'équilibres... La théorie des conventions va quant à elle s'attacher à l'étude des conventions inhérentes à chaque marché ; elle ne tendra pas vers une édification de lois mais vers une compréhension de phénomènes sociaux, contingents, situés. La construction des conventions au sein des marchés constitue donc un phénomène complexe mais représente un enjeu majeur que nous allons désormais essayer de présenter.

## **B) La construction de la convention**

---

« L'impossibilité d'établir la liste des état de la nature empêche le recours à une rationalité substantielle et conduits à des accords incomplets ».)

<sup>183</sup> BATIFOULIER Philippe (dir.), *Théorie des conventions*, Paris, Economica, 2001, 328 p. (p. 57)

<sup>184</sup> EYMARD-DUVERNAY François *et alii*, op. cit., 2003, p. 3 sq.

Etudier la construction de la convention c'est donc s'intéresser à la question des représentations et de la prise de décision chez les agents. Il s'agit bien de déconstruire les jugements et de rechercher quels types d'information, quels mécanismes cognitifs, quelles tensions internes sous-tendent les décisions et les actions. Les conventions se situent donc au cœur d'un « triptyque » : interaction, coordination, rationalité<sup>186</sup>.

La raison première de cette construction qu'est la convention réside dans la volonté parmi les agents de canaliser une incertitude. Cette incertitude est un espace entre l'individu et l'action d'autres agents ; la construction de la convention est donc un phénomène aussi bien individuel que collectif. « La notion de convention permet de caractériser ce moment de construction commune. Surmonter l'incertitude est, notons-le, le pain quotidien de la vie en collectivité et, plus largement, en société. L'observation montre que les acteurs y réussissent souvent, jusqu'à un certain degré en tout cas. Elle suggère que cette construction conventionnelle est une activité individuelle et collective permanente, intégrée à l'action elle-même ». <sup>187</sup>

La convention peut donc être présentée comme un dispositif commun de perception d'une situation et de qualification des objets. La construction de la convention repose donc sur des savoirs communs et des référentiels partagés. La notion de *common knowledge*<sup>188</sup> nous permet donc d'appréhender ce phénomène, il s'agit de dire que les agents partagent des savoirs à un degré qui cependant ne peut être infini. La convention est en grande partie issue de l'estimation faite par chacun des agents d'un « comportement moyen » auquel chacun va juger bon et parfois rationnel de se conformer<sup>189</sup>. Il convient de noter que la formation de la convention revêt une grande part d'arbitraire, son origine est toujours en partie incertaine et peut parfois relever de « l'accident »<sup>190</sup>. Comme le souligne Philippe Batifoulier <sup>191</sup>: « Suivre une convention c'est sélectionner parmi une série d'alternatives. La convention est arbitraire, l'important est qu'elle coordonne ».

---

<sup>186</sup> EYMARD-DUVERNAY François *et alii*, op. cit., 2003, p. 5

<sup>187</sup> Ibid. p. 6

<sup>188</sup> DUPUY Jean-Pierre, « Convention et Common knowledge », *Revue Economique*, vol. 40 n°2, 1989, pp. 361-400

<sup>189</sup> BATIFOULIER Philippe, op. cit. 1991, p. 64, sq.

<sup>190</sup> Ibid. p. 12

<sup>191</sup> Ibid. p. 11

Nous pouvons donc nous résumer en disant que la convention est une régularité tacite des comportements, qui, étant d'une certaine manière arbitraire, n'est tout de même pas dénuée de rationalité chez les agents dans la mesure où il leur semble raisonnable et profitable de vouloir se *coordonner* avec les autres. La légitimité de la convention est enfin principalement issue de ces référentiels communs et partagés ; la légitimité de la convention s'inscrit donc souvent dans une diachronie. Mary Douglas<sup>192</sup> adopta le terme de « classifications partagées » pour mettre en lumière ce phénomène. « Ces classifications partagées par tous sont au fondement des liens de solidarité entre les sociétaires ». André Orléan insista également sur la puissance symbolique que déploie l'activité de catégorisation, de délimitation, de fragmentation : « Ce pouvoir symbolique est fondamental il est au cœur des dynamiques économiques, c'est de lui que dépend la production des visions du monde légitimes qui informent les décisions individuelles et les modèlent ».

Nous essaierons donc de voir ultérieurement où se situe notre objet d'étude dans ce champ théorique. Une dernière remarque sur la construction de la convention concerne l'inégalité des ressources dont disposent les agents pour établir ces classifications partagées et façonner ces comportements moyens ou médians. Il s'agit bel et bien d'un pouvoir, comme le souligne Frédéric Lordon<sup>193</sup>: « La production des visions du monde légitimes doit plus aux effets d'imposition et de domination qu'aux performances computationnelles des individus ou aux délibérations de la justification »

### **C) Marchés et conventions**

Bien que les conventions régissent de très nombreux domaines, les marchés sont les principaux espaces dans lesquels s'insèrent les conventions. Au sein d'un marché la convention est censée être un bien commun, un dispositif dont la légitimité vient de sa faculté à coordonner. La convention est donc productrice de coordination pour un groupe soucieux de sa cohésion et de l'efficacité des relations qui sont tissées à l'intérieur de celui-ci. La convention n'est donc en aucun cas le fruit d'un égoïsme, nous reviendrons ultérieurement sur les caractéristiques d'un supposé *homo conventionalis*, qui, bien que fictif, permet tout de

---

<sup>192</sup> ORLEAN André (dir.), *Analyse économique des conventions*, Paris, PUF Quadrige, 2004 , 432 p (p. 28)

<sup>193</sup> Ibid. p. 29

même de définir une conception de l'échange économique différente de ce qu'a pu produire la théorie classique avec l'*homo oeconomicus*.

Le marché est donc l'espace principal dans lequel se manifestent les conventions ; comme nous l'avons mentionné précédemment, des enjeux d'information, de codification, de classification y sont permanents. François Eymard-Duvernay souligne ce point essentiel<sup>194</sup> : « Les marchés sont des lieux d'épreuve et d'évaluation de la qualité des biens. [...] Leur organisation est soumise aux activités qui préparent cette épreuve en la mettant en forme : activités de codification, de mesure, de certification, de régulation, etc. Il s'agit d'activités situées en amont ou en aval des marchés, quoique liées à eux. L'État y est présent, soit comme prescripteur, soit comme garant. »

Au sein des marchés, la convention va principalement être l'intermédiaire essentiel entre les parties devant se rejoindre, se coordonner afin de concilier des intérêts dans un contexte de manque d'information. Consommateurs et producteurs sont donc les protagonistes principaux de la production de conventions sur les marchés<sup>195</sup> : « Chacun a une prérogative essentielle. Les consommateurs sont souverains pour déterminer la qualité de ce qu'ils achètent et leurs décisions d'achat. Les producteurs sont souverains pour déterminer les règles de fabrication des produits et services. Ces deux prérogatives forment le point de départ des accords sur la qualité des biens sur le marché et les rendent possibles ».

Dans le domaine financier, nous verrons que les conventions sont multiples. Certaines conventions se produisent et se jouent uniquement entre investisseurs notamment pour la prise de décision d'investissement ou pour la production de phénomènes spéculatifs alors que d'autres unissent l'ensemble des parties. La notation est une convention réunissant justement l'offre et la demande d'épargne mais aussi (et ceci fait écho au propos de F. Eymard-Duvernay lorsqu'il mentionne la présence de l'Etat comme « garant » ou « prescripteur ») la sphère publique nationale et internationale en charge de la régulation des marchés financiers.

## **II ) Conventions et notation financière**

---

<sup>194</sup> EYMARD-DUVERNAY François *et alii*, op. cit 2003, p. 8, sq.

<sup>195</sup> Ibid.

Avant de présenter la notation financière sous l'angle d'une convention, présentons d'abord brièvement les caractéristiques de cet *homo conventionalis* que présuppose l'Economie des conventions afin de mieux comprendre les ressorts de ce phénomène.

### A) L'*homo conventionalis*

Comme nous l'avons dit, l'Economie des conventions est un anti-individualisme ; dans le modèle proposé, un rejet du calcul égoïste est constitutif de l'agent économique<sup>196</sup> alors que la théorie du choix rationnel et la théorie classique insistent sur la nécessité de la recherche de l'intérêt particulier comme condition préalable d'un bien collectif supérieur.<sup>197</sup> L'*homo conventionalis* est quant à lui régi par une rationalité<sup>198</sup> : « limitée », « située », « interprétative » et « argumentative ». Essayons donc de voir ce qu'il en est.

Les deux premiers points nous incitent à conclure que l'agent doit faire face à ce manque de ressources que nous évoquions précédemment ; comme l'explique Franck Bessis, l'agent ne dispose que d'informations produites dans des situations particulières où seuls les événements « présents et saillants » s'offrant aux agents sont mobilisables. Il s'agit donc de dire que « la rationalité étant limitée, elle s'appuie sur les ressources de la situation ».<sup>199</sup> Enfin, la rationalité pour l'agent est donc « interprétative et argumentative ». Dans cette situation d'incomplétude, l'agent se doit de recouper des éléments, d'établir des invariances et des ruptures ; il interprète et produit du sens.

La principale caractéristique de l'*homo conventionalis* est enfin cette situation omniprésente d'incertitude qui constitue sa préoccupation majeure. Les organisations et les institutions établies par les agents sont la manifestation de ce souci premier<sup>200</sup>. Ce sont ces institutions en général et la notation financière en particulier qui vont donc faire l'objet de notre propos. Rappelons enfin ce point essentiel : nous proposons, grâce à l'Economie des

---

<sup>196</sup> « Dans notre construction, l'individu intègre dans sa conduite une visée normative sur la coordination avec les autres et le bien commun, au lieu de se replier sur un calcul égoïste » (EYMARD-DUVERNAY François *et alii*, op. cit p. 17, sq.)

<sup>197</sup> Se référer notamment à B. Mandeville (1670-1733) et à *La Fable des abeilles* proposant une apologie et une utilité sociale de l'égoïsme.

<sup>198</sup> BESSIS Franck *et alii*, op. cit. 2006, p. 10, sq.

<sup>199</sup> Ibid.

<sup>200</sup> « Dans tous les cas, la nécessité de ces organisations se déduit d'une analyse des conditions d'acquisition et d'interprétation des informations dans un environnement dominé par l'incertitude. ».( BESSIS Franck *et alii*, op. cit.2006, p. 11, sq.)

conventions et via les paradigmes de l'*homo conventionalis* une approche cognitive des relations marchandes. Les catégories d'entendement, les représentations et leurs conséquences sont donc bien le cœur de notre propos.

## **B) Notation et convention : une institution entre offre et demande d'épargne**

Les agents ne disposant que de capacités et d'informations limitées, des outils devant palier ces déficits sont donc mis en place. Au sein des marchés financiers et sur les marchés des titres et obligations, la multitude d'émetteurs et l'épargne disponible se trouvent donc pris dans cette situation d'incertitude et de manque de maîtrise de l'information. La notation financière constitue donc cet intermédiaire, cet outil qui coordonne, qui palie le manque d'information, qui produit codifications et classements partagés par la communauté financière et oriente les agents. Nous verrons ensuite dans quelle mesure cette convention bénéficie réellement à l'ensemble des parties, cependant, elle est bien présente et constitue ce « bien commun » qui coordonne un groupe. Comme le mentionnait P. Batifoulier<sup>201</sup>, l'efficacité de la convention, sa pertinence, son utilité sont parfois secondaires, car « l'important est qu'elle coordonne ».

La notation financière peut donc être cette convention réunissant créanciers et débiteurs sur le marché des titres et obligations. La notation est une référence intermédiaire, une typologie, un avis auquel les agents ont choisi de se référer. Cependant comme toute convention, elle ne peut être un contrat. Comme nous l'avons vu, les agences produisent des avis sur les titres selon un cadre et des règles que nous pouvons identifier mais aucun élément positif, contractuel ne lie émetteurs et épargnants. Si la notation est devenue aussi puissante par la suite, il ne s'agit que d'une évolution des représentations inhérentes à l'activité. Rappelons-le, la notation financière n'est intrinsèquement que du journalisme ; par la suite, la valeur, l'utilité, la pertinence accordée à l'outil ont conduit de fait à de profondes mutations et à l'établissement de multiples *conventions* autour de cet outil. Certaines de ces conventions se sont vues ensuite attribuées un caractère positif et ont été transformées en textes à valeur impérative : nous avons vu comment la SEC à New York où le comité de Bâle ont conféré à la notation toute une série de dispositions réglementaires. Tout ceci ne repose cependant que sur une convention, une croyance partagée en un système de classification des actifs

---

<sup>201</sup> BATIFOULIER Philippe, op. cit. 1991, p. 64, sq.



financiers devant justement réduire et combler des incertitudes autour des risques de défaut et palier un manque d'information concernant les émetteurs.

La convention est donc un phénomène social qui n'est pas contractuel, qui n'est pas non plus coercitif mais qui est justement à mi-chemin. La force de la convention est ici, entre le choix et la contrainte ainsi qu'entre les individus et les institutions. La notation financière semble donc parfaitement s'inscrire dans ce cadre atypique : nous avons affaire à un outil dominant régissant les rapports entre agents et institutions financières dans un souci de coordination, de régulation, afin de faire fonctionner un sous-ensemble des marchés financiers que constitue le marché des titres et obligations.

### **C) La convention : une influence sur les comportements**

La convention ainsi établie a donc vocation à orienter les comportements vers plus d'harmonie et de cohésion et dans le souci de limiter autant que faire se peut l'influence d'idées, de décisions, d'attitudes parasites. La finalité de la convention est donc bien de façonner des représentations et des anticipations positives dans le souci d'éviter les turbulences<sup>202</sup>. En théorie la notation financière permet donc de remplir cette mission ; la note stabilise des attentes, permet d'éviter des fluctuations massives de l'investissement en instaurant des régularités selon les catégories d'émetteurs. La stabilité des notes est justement un aspect fondamental de cet objectif : ne constituant pas une « analyse action » ou une analyse de marché, la note stabilise et le cas échéant peut être modifiée progressivement afin d'intégrer une modification avérée de l'émetteur en question. La note ne s'apparente donc pas à du marché, à un cours, elle n'est donc en théorie nullement « pro-cyclique » et doit permettre une régularité des comportements.

Il s'agira de montrer ensuite dans quelle mesure cette construction s'avère finalement être trompeuse. Dans le cas de la notation, il semble bien que cette convention ait en partie failli à son objectif de stabilisation et de régularité des comportements. Nous évoquerons ceci dans le troisième temps de ce chapitre. Nous pouvons au préalable faire mention du fait que

---

<sup>202</sup>ORLEAN André, « Pour une approche cognitive des conventions économiques », *Revue Economique*, vol. 40 n°2, 1989, pp. 241-272 (p. 265 : « l'objet théorique qui essaie de prendre en compte cette défaillance des marchés financiers est la convention. Elle désigne l'organisation sociale au travers de laquelle la communauté se dote d'une référence commune, produit une représentation collective extériorisée qui fonde les anticipations individuelles » )

l'influence positive ou négative d'une convention est un phénomène qui a été observé à de maintes reprises. Nous avons évoqué les travaux de Keynes concernant l'investissement ; il identifia les ressorts positifs d'une anticipation de rendement de la part des agents et travailla donc d'une certaine manière sur les conventions, identifiant ce qu'elles peuvent produire de positif sur les comportements. A l'inverse, nous avons évoqué longuement la montée et l'explosion de bulles spéculatives qui correspondent également à des conventions établies entre agents et à une polarisation forte sur un segment des marchés financiers. Lors de la formation d'une bulle spéculative, une certaine régularité des comportements s'instaure, un mimétisme gagne du terrain et avance jusqu'à ce que les limites d'un tel jeu ne se fassent ressentir<sup>203</sup>. La spéculation est une convention ; l'on y retrouve tous les éléments : manque d'information, coordination, arbitraire.

La convention est donc un phénomène qui échappe en partie aux agents et qui par moment peut se retourner contre eux et causer de graves dommages. Comme nous l'avons dit, la convention coordonne, la qualité de cette coordination est un tout autre débat. Nous allons justement pouvoir évoquer ce point au sujet de la notation financière.

### **III ) La notation comme convention sous-optimale**

Nous allons essayer de montrer dans ce troisième moment dans quelle mesure la notation est une convention « pro-cyclique » qui ne stabilise finalement pas les comportements dans la mesure où elle contribue à une amplification des hausses et des euphories du marché tout en amplifiant également les retournements et les craintes en période de crise.

#### **A) La notation – Une contagion mimétique, une « prophétie auto-réalisatrice »**

Comme nous l'avons mentionné précédemment, la notation intervient sur les marchés financiers comme « référentiel de qualité » : elle produit des informations qui orientent et

---

<sup>203</sup> EYMARD-DUVERNAY François *et alii*, op. cit 2006, p. 12, sq. (« Sont ainsi mises en valeur des conduites mimétiques, cette imitation au niveau individuel conduisant à des situations fort dommageables pour l'économie, comme c'est le cas lorsque apparaissent des bulles spéculatives, à savoir des écarts durables entre les cours boursiers et les fondamentaux. »)

coordonnent l'offre et la demande d'épargne. Comme le souligne André Orléan<sup>204</sup> nous assistons bien à la construction de « cadres d'accords entre acheteurs et vendeurs au travers de formes organisationnelles définissant un référentiel de qualité ». La convention de notation se manifeste donc par la présence de ces institutions qui fournissent des informations, communiquent, présentent des données et des avis dans le but de réduire des incertitudes.

Cette convention qui en effet coordonne peut s'avérer être nuisible dans la mesure où elle entretient ce que la théorie des conventions dénomme une « logique auto-référentielle »<sup>205</sup>. La puissance symbolique des codifications et classements partagés opère donc sur les comportements une pression significative : au lieu de constituer un élément parmi d'autres afin de construire un jugement, la notation elle-même se substitue au jugement de l'agent. Cette logique « auto-référentielle » que la théorie des conventions nous propose s'est manifestée par les phénomènes de « pro-cyclicité » que les économistes ont observé et dont nous avons fait mention durant la première partie.

Nous avons vu que les très bonnes notations accordées aux produits structurés depuis les années 2000, ont provoqué un développement massif de ce type de montage financier alors que les risques n'ont jamais été ignorés. La notation a donc contribué à un élan d'euphorie dans ce domaine où un alignement des comportements des agents s'est fait ressentir sans que ces derniers ne procèdent à leurs propres investigations ou « diligences » sur les marchés. Ceci recoupe donc ce que nous disions à propos de la spéculation et de la recherche d'un comportement moyen, il n'est jamais irrationnel en soi de s'aligner sur la conduite du groupe dans un souci d'efficacité et de coordination. A l'inverse, nous avons vu par la suite que les décotes pratiquées par les agences ont non seulement provoqué une crise de confiance mais l'ont surtout amplifiée dans la mesure où c'est l'ensemble du crédit structuré y compris de bonne qualité qui a été touché. Nous allons revenir ultérieurement sur cette crise de confiance autour de la convention de notation, cependant, cette logique « auto-référentielle » couplée à un mimétisme des comportements constitue un point essentiel du fonctionnement que l'on qualifierait de sous-optimal de cette convention. La pensée d'André Orléan nous éclaire

---

<sup>204</sup> ORLEAN André (dir.), *Analyse économique des conventions*, p. 67 (Cf. référence aux travaux de Boltanski et Thévenot, *Les économies de la grandeur*).

<sup>205</sup> ORLEAN André, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999, 275 p (p.124)

fortement sur ce point <sup>206</sup>: « Dire qu'une stratégie I est un équilibre stable d'un certain jeu revient à dire la chose suivante : il est dans l'intérêt de chaque individu de suivre la stratégie I dès lors que tous les autres ou presque tous les autres font de même. Ainsi un équilibre stable peut-il être pensé comme une règle auto-renforçante ».

Règle « auto-renforçante », logique « auto-référentielle », la notation s'est installée progressivement dans les esprits en évoluant d'un simple avis vers ce que nous avons présenté pour beaucoup d'agents comme une vérité, une prévision infaillible. H. Peyton Young, un économiste, a lui aussi travaillé sur ce phénomène auto-renforçant de la convention en se situant notamment dans le cadre de la théorie des jeux évolutionniste. Il écrit notamment <sup>207</sup> : « Nous désignons par convention un comportement qui est coutumier, anticipé et auto-renforçant. »

## **B) Notation et retournement des marchés**

Lorsque les marchés se trouvent dans une logique haussière et d'expansion du crédit notamment comme dans le cas de notre objet d'étude, les dysfonctionnements de la convention sont par conséquent difficilement perceptibles dans la mesure où celle-ci bénéficie encore à une large majorité. Avant 2007, quelques rares voix se sont élevées contre cette logique inflationniste du crédit structuré surnoté par les agences ; elles ne se font pas entendre face à un discours solidement installé dans lequel l'innovation financière est vantée pour ses mérites stabilisateurs. A. Greenspan affirme notamment en 2004 <sup>208</sup>: « l'innovation financière a rendu les institutions financières moins vulnérables et le système plus solide ».

Lors du déclenchement de la crise de 2007-2009, les décotes contribuent à un vent de panique qui très vite contamine l'ensemble de la sphère financière. La notation est donc toujours cette prophétie « auto-réalisatrice » cette fois-ci, la logique inverse cause de nombreux tourments et déstabilise les agents économiques qui par mimétisme se sont donc engouffrés dans les mécanismes euphoriques puis dépressifs de cette convention. La panique au sein des marchés est un phénomène consubstantiel aux prémices de l'économie, nous ne

---

<sup>206</sup> ORLEAN André (dir.), *Analyse économique des conventions*, p.13 (A. Orléan fait ici référence aux travaux de Robert Sugden)

<sup>207</sup> YOUNG Peyton, "The Economics of convention", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, n°2, Printemps 1996, 105-122. (p. 105)

<sup>208</sup> KRUGMAN Paul, op. cit. 2008, p. 175, sq.

pouvons donc nous y attarder, cependant, il est intéressant de pouvoir y observer certaines régularités. En 1999, alors que la crise asiatique s'achevait et que le Mexique notamment vit d'importantes difficultés à lever de la liquidité suite à une dégradation de sa note, certains économistes avaient déjà semble-t-il perçu les mécanismes de propagation des crises de défiance notamment via la notation. André Orléan écrit <sup>209</sup>:

*« Si l'on se place du point de vue de la dynamique interne des marchés, il apparaît que les agences jouent un rôle fondamental dans la propagation des crises de défiance. En effet, le fait de modifier une note a un effet puissant parce que c'est l'ensemble du marché qui est immédiatement touché [...]. Les agences de notation apparaissent comme un chaînon constitutif des dynamiques mimétiques : elles participent de la dynamique collective qui produit et diffuse l'instabilité financière parce qu'elles réagissent le plus souvent tardivement et qu'elles propagent massivement la défiance. Ce sont des saillances institutionnelles sur lesquelles les marchés se repèrent ».*

Presque 10 ans avant la crise majeure qui est survenue, les dysfonctionnements d'une telle convention avaient donc été mentionnés, cependant, l'ampleur de la crise asiatique et les difficultés du Mexique n'ont pas fourni un large écho à cette propagation de défiance. C'est pourtant un mécanisme assez similaire qui a vu le jour en 2007-2008 lorsque le poids des « dynamiques mimétiques » comme le souligne Orléan conduit à une panique généralisée extrêmement complexe à juguler.

Cet extrait nous présente donc assez fidèlement les dysfonctionnements de la convention de notation où défiance et mimétisme s'auto-entretiennent dans un cercle vicieux qui finit par contaminer l'ensemble des marchés. Il nous semble donc possible de dire que la notation est une convention largement sous-optimale dans la mesure où des déséquilibres majeurs surviennent du fait de la simple présence de ces « saillances institutionnelles ». Nous reviendrons sur cette notion de saillance lorsque nous évoquerons dans le chapitre suivant la puissance de la note comme convention de représentation. Nous pouvons tout d'abord conclure provisoirement que la notation est une convention en crise, produisant paniques et dysfonctionnements ; nous pouvons donc nous interroger sur le devenir de cette convention qui, construite collectivement et individuellement, peut de la même façon être modifiée, corrigée, réorientée. Le dernier chapitre sera l'occasion d'évoquer les débats concernant le devenir de la notation en tant que telle. Cependant, ce débat technique peut être introduit par une réflexion sur le devenir de la convention qui sous-tend cette activité, essayons donc de voir ce qu'il en est.

---

<sup>209</sup> ORLEAN André (dir.), *Analyse économique des conventions*, p. 166-167

### C) La notation – une convention en crise

L'économie des conventions n'exclut pas un regard critique sur celles-ci. L'étude du phénomène conventionnel permet aussi de mettre en lumière des déséquilibres ou des dysfonctionnements de certaines conventions qui ont pu faire leurs preuves à un moment donné puis se dérégler par la suite. Jean-Pierre Dupuy souligne cette dimension critique de la discipline<sup>210</sup> : «Une convention est une régularité qui a source dans les interactions sociales mais qui se présente aux acteurs sous une forme objectivée (...). Ainsi sont ouvertes la possibilité théorique d'une histoire et celle, pratique, d'une crise de la convention, comprise comme le moment où ces objets et ces règles son remis en cause ».

Au sujet de la notation et au vu de ce que nous avons présenté jusqu'à présent, une crise de cette convention semble manifeste. La notation financière a rempli un rôle de « secrétaire de marché » au départ totalement exogène à celui-ci. Par la suite, les évolutions de l'activité l'ont conduit au cœur même du système. La convention de notation telle qu'elle fonctionne aujourd'hui est donc un phénomène endogène aux marchés financiers. La question se pose donc de savoir si cette convention sera modifiée par le recours à une extériorité ou si le marché lui-même et les agents qui le constituent peuvent impulser une refonte, une modification des conventions qui sous-tendent leurs relations. L'économie des conventions présente ce dilemme entre « régulation de contrôle » et « régulation autonome »<sup>211</sup>; dans le premier cas, une autorité extérieure contribue à une modification des conventions alors que dans le second cas un principe de réalité laisse les acteurs faire face à leurs propres difficultés afin de procéder à un apprentissage et à un ajustement des conventions ayant cours.

Un champ des possibles se tient donc entre une « capacité réflexive des agents » permettant cet apprentissage et cette évolution des conventions et quelque chose de plus arbitraire, que le marché et ses agents ne peuvent accomplir seul. Nous tenterons d'apporter quelques éléments de réflexion dans le dernier chapitre ; cependant nous pouvons déjà faire mention de ce débat. En ce qui concerne cette capacité endogène de mutation, Philippe Batifoulier présente les termes du débat de la manière suivante<sup>212</sup>: « En marquant leur

---

<sup>210</sup> DUPUY Jean-Pierre *et alii*, op. cit. 1989, p. 6, sq.

<sup>211</sup> BATIFOULIER Philippe, op ; cit. 1991, p. 268, sq.

<sup>212</sup> Ibid.

opposition au contrôle extérieur, les agents s'engagent eux-mêmes dans une activité normative, créatrice de règles structurant l'action collective ». A l'inverse, et nous en venons à la dimension exogène de la régulation, P. Batifoulier nous dit <sup>213</sup>: « La possibilité de dynamique est étroitement liée à la reconnaissance d'une capacité réflexive des agents. S'ils sont purement intéressés ou routinisés, les agents ne font que réagir à leur environnement. La dynamique ne peut alors résulter que de variations exogènes de l'environnement. »

Quels chemins la notation financière a-t-elle emprunté jusqu'à présent ? Jusqu'à la crise actuelle la voie « endogène » a semble-t-il été privilégiée par l'ensemble des protagonistes laissant à la notation l'opportunité de se développer, de trouver en quelque sorte les repères nécessaires au sein d'une économie financiarisée mondiale et de surmonter par ses propres moyens les premiers dysfonctionnements de l'activité. Depuis 2007, une bascule s'est opérée et nous montre que l'auto-régulation des marchés est un concept de moins en moins promu par ces mêmes protagonistes, qu'une action positive, contraignante est souhaitée afin de sortir d'une situation de crise de croyance et de représentation concernant la notation. Des solutions sont en train d'être apportées, nous essaierons donc de parcourir l'éventail des actions menées concernant la notation.

Ainsi, nous pouvons dire que l'économie des conventions porte à la fois un regard optimiste et critique envers l'économie de marché : les marchés sont imparfaits, parfois défaillants mais des moyens afin de les réformer sont bien là. Comme le souligne Favereau,<sup>214</sup> à ses débuts l'économie des conventions porte principalement un discours « apologétique et critique de l'économie de marché ». Cette économie des conventions embryonnaire à la fin des années 1980 s'était donc attachée à démontrer que l'allocation des ressources grâce au marché était un fait mais que ses capacités d'autorégulation étaient faibles. De même sa prétention à couvrir l'ensemble des rapports économiques et sociaux était exagérée mais une certaine confiance envers l'économie de marché était tout de même bien au cœur de ce projet de recherche.

---

<sup>213</sup> Ibid. p. 262

<sup>214</sup> FAVEREAU Olivier, « L'économie des conventions, politique d'un programme de recherche en sciences sociales », *Actuel Marx*, n°17, premier semestre, pp. 103-111

## Chapitre V. Notation – La puissance d’une illusion ?

Ce cinquième chapitre sera l’occasion de réfléchir de manière plus approfondie à la notation comme convention de représentation. Nous allons essayer de voir dans quelle mesure cette représentation influence le comportement des agents fortement confrontés à une situation d’incertitude et d’asymétrie de l’information : les techniques de titrisation seront donc le principal exemple mobilisé ici afin d’illustrer la puissance que la notation peut exercer sur les jugements des agents. Nous essaierons ainsi de montrer comment les agents ont pu, notamment dans le cas de la crise actuelle et de la titrisation, être attirés par la puissance de la notation comme référentiel agissant telle une « saillance », polarisant jugements et comportements. Enfin, la pensée de Clément Rosset pourra être mobilisée au terme de ce développement ; nous essaierons de dresser une comparaison entre la notation financière et la puissance d’un « double »<sup>215</sup> polarisant également les attentes et les représentations en détournant les sujets d’un réel difficilement perceptible et compréhensible.

### I ) Un exemple de complexification des marchés financiers : la titrisation

Nous allons ici brièvement présenter les mécanismes principaux de la titrisation afin de mettre en lumière les risques liés à cette activité et la grande complexité qu’il peut y avoir à maîtriser et à comprendre les dynamiques d’un produit dit « structuré ». Nous verrons ensuite que cette forte asymétrie de l’information explique en partie l’importante focalisation sur les notes concernant ces actifs et la puissance de cette « saillance » qu’est la notation.

#### A) Principes d’une « innovation financière » majeure

La naissance de la *titrisation* telle que nous la connaissons est une conséquence du *New Deal* impulsé par F.D. Roosevelt. En 1934, afin de permettre aux ménages moyens de se loger, le gouvernement fédéral américain crée la *Federal National Mortgage Association* chargée d’offrir des prêts hypothécaires immobiliers abordables. D’autres agences verront le

---

<sup>215</sup> Une référence est ici suggérée à un ouvrage majeur de Clément Rosset concernant cette question. (ROSSET Clément, *Le Réel et son double*, Paris, Gallimard, 1976, 129 p)



jour par la suite (Ginnie Mae, Freddie Mac), elles réaliseront les premières opérations de titrisation au tout début des années 1970.

La titrisation<sup>216</sup> est donc un montage financier consistant à émettre des titres sur le marché des actions et obligations en adossant ces derniers à un panier d'actif – le plus souvent des créances. Ces créances appelées « actifs sous-jacents » sont donc transformés en « titres » d'où l'expression « titrisation ». Les plus-values dégagées et rémunérations se font grâce aux remboursements de la créance sous-jacente. Dans le cas d'un prêt hypothécaire, le remboursement de l'emprunt du logement assure la rémunération de ou des agents détenant le titre.

La titrisation se subdivise principalement en deux catégories. Les produits issus du crédit hypothécaire dits « MBS » (*Mortgage Backed Securities*) se différencient des ABS (*Asset Backed Securities*) qui concernent l'ensemble des autres créances possibles (crédits à la consommation, leasing, prêts étudiants, créances commerciales...). Les MBS sont réputés plus sûrs étant liés à un actif facilement saisissable (l'immobilier)

La titrisation est le fait d'un certain nombre d'acteurs. Premièrement, un établissement de crédit doit être habilité à ce type d'opération. Si tel est le cas, il peut créer au sein de son établissement une entité spécialement dédiée à la gestion de ces titres généralement appelée SPV (*Special purpose vehicle*). Cette entité pourra donc émettre des titres qui seront achetés par des investisseurs. Bien que le SPV soit une entité appartenant à un établissement de crédit, il est administré par une société de gestion ad hoc.

D'autres acteurs secondaires sont également à mentionner. En fonction de la qualité des titres cédés aux SPV (mais aussi dans le but d'obtenir une notation adéquate), des sociétés dites de « rehaussement de crédit » peuvent se joindre à l'opération.

## **B) Sophistications et défaillances du crédit structuré**

Jusqu'à la crise de 2007-2009, la titrisation a fréquemment fait l'objet de critiques positives et a été défendu pour ses aptitudes à partager et à répartir au mieux des risques de

---

<sup>216</sup> Définition du site internet <http://www.lafinancepourtous.com/Titrisation.html>

crédit permettant également de dégager des marges d'investissement supplémentaires. Cette technique de montage financier a donc connu une expansion croissante consubstantielle au processus de financiarisation de l'économie occidentale qui comme nous l'avions mentionné durant la première partie s'orienta à partir des années 1980 vers une économie de l'endettement aussi bien publique que privée.

La titrisation dans ses formes les plus élémentaires n'a donc jamais fait l'objet de critiques majeures s'agissant d'un simple transfert de risque. Cependant, la complexification croissante des montages a par la suite fortement perturbé la lisibilité et la traçabilité des actifs. Sans rentrer dans un débat technique, il s'agit de dire que le lien entre l'actif émis et la créance corrélée à ce même actif est devenu de moins en moins clair et compréhensible pour les investisseurs. De plus, la sophistication des montages financiers a même conduit les propres concepteurs de ces produits à d'importantes difficultés de compréhension et de maîtrise du phénomène. Les recombinaisons de « *pools* d'actifs » à des degrés complexes ont donc conduit à pratiquer ce que l'on pourrait appeler simplement de la « titrisation de titrisation ». <sup>217</sup> Cet empilement et cette recombinaison des tranches d'actifs a donc conduit à des difficultés d'interprétation majeures. Michel Aglietta <sup>218</sup> présente cette évolution des techniques de titrisation dont les risques corrélés ont significativement augmenté : « La dissémination du risque, qui est la raison d'être de la titrisation, s'est accompagnée d'une déperdition d'information sur le risque des crédits tout au long de la chaîne qui va de l'emprunteur initial aux acheteurs des tranches de crédit titrisés. ».

La maîtrise de la titrisation a donc fini par échapper progressivement à la plupart des acteurs concernés. S'ajoutant à cela la qualité et la solvabilité sans cesse dégradée des emprunteurs liés à ces titres, l'évaluation réelle et complète des risques de ces titres est donc devenu chose très difficile. Les agences de notation chargées d'évaluer le risque de crédit correspondant aux produits titrisés ont donc du faire face à une somme de travail de plus en plus importante et dont l'exigence technique et scientifique devint considérable. Certains experts ont notamment parlé à ce titre de pollution de modélisation et de « pollution

---

<sup>217</sup> DENIS Annie, 2 Avril 2009, « Banques centrales, agences de notation : Michel Aglietta prône un changement radical de doctrine », *Les Echos*, en ligne, <http://www.lesechos.fr/info/france/4849596-banques-centrales--agences-de-notation---michel-aglietta-prone-un-changement-radical-de-doctrine.htm>

<sup>218</sup> AGLIETTA Michel, « Comprendre la crise du crédit structuré », *Lettre du CEPII*, n°275 – Février 2008 4 p. (cf. page 3)

mathématique » des marchés<sup>219</sup>. Cette quasi impossibilité d'évaluation des actifs s'est progressivement installée et à parfois été admise à demi-mots par certains analystes<sup>220</sup>. Une sous-évaluation des risques a donc eu cours concernant la titrisation jusqu'à ce que les défaillances du processus n'apparaissent au grand jour notamment depuis l'éclatement de la crise de 2007-2009.

Nous avons précédemment insisté sur les reproches majeurs adressés aux agences allant jusqu'à la désignation de bouc-émissaires. Il nous faut donc insister sur le fait que les autres parties liées à cette activité ne pouvaient ignorer totalement les risques importants que comprenaient cette technique financière et ses évolutions. Comme nous l'avons dit les agences ont en effet contribué à la construction et à la propagation de vérités et de prévisions au détriment d'un simple avis, quand dans le même temps les investisseurs et les régulateurs se sont en grande partie déchargés de leur responsabilité et de leurs propres investigations concernant ces risques connus. Comme le rappelle Julien Tarty<sup>221</sup>: « A chaque crise des marchés, les institutionnels pointent le doigt vers les agences de notation alors que personne n'ignore les faiblesses et les limites de leurs pronostics »

Un phénomène étrange attire donc notre attention : alors que les techniques financières déroutent leurs propres concepteurs, alors que les chiffres de l'endettement privé et la faible solvabilité des débiteurs liés aux produits structurés sont largement partagés et connus, de bonnes notes accordées aux titres ont suffi à diffuser massivement ces produits. Une forme d'insouciance et de mimétisme a donc eu cours alors que les risques encourus étaient importants. Nous allons donc essayer de comprendre pourquoi les notes ont alors guidé si fortement les comportements. La note comme représentation a donc disposé d'une puissance sans égal au point de déresponsabiliser une grande partie des agents. Ce sont les ressorts de cette « saillance » que nous allons donc essayer d'évoquer.

---

<sup>219</sup> Cette approche est notamment défendue par Gilles de Margerie aujourd'hui Directeur de la Banque Privée, du capital d'investissement et de l'immobilier au Crédit Agricole. Ces propos ont notamment été développés à l'IFRI en janvier 2009 (« Agences de notation : éléments pour un procès équitable », IFRI, 27 janvier 2009).

<sup>220</sup> En 2008, la SEC, aux Etats-Unis mena une enquête concernant les agences de notation (Cf. SEC (Securities and Exchange Commission), Summary report of issues identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, New York, Juillet 2008, 39 p). Un article de presse reprend quelques éléments du rapport et mentionne les propos d'un analyste et d'un manager sous couvert d'anonymat : « Nous n'avons pas les ressources nécessaires pour supporter ce que nous faisons, se plaignait un manager en février 2007. Plus tard, en avril 2007, une analyste indiquait qu'elle n'avait le temps que d'analyser la moitié du risque lié à un produit avant d'émettre une notation ». (Cf. LETHE Mathieu, op. cit.)

<sup>221</sup> TARTY Julien, op. cit.

## II ) Notation et « saillance » : la puissance d'une représentation

Nous allons ici insister plus fortement sur les représentations liées aux conventions et donc sur la dimension interprétative de la convention alors que la convention comme outil de coordination avait jusqu'alors occupé la majeure partie de notre développement. La force de cette représentation et de ses inerties, que nous avons illustrées précédemment par l'exemple de la titrisation, va donc nous intéresser ici – notamment au travers de la notion de « saillance ».

La théorie des conventions s'est employée à ses débuts à opérer une dichotomie importante entre la dimension stratégique et la dimension interprétative de la convention<sup>222</sup>. Le premier aspect de la convention concerne donc bien la concomitance d'intérêts particulier alors que le second relève du signifié, de l'interprétation. Les conventions se retrouvent donc à ces deux niveaux ; P. Batifoulier présente cette dichotomie dans les termes suivants<sup>223</sup> : « Partant d'une définition canonique de la convention, l'EC isole aujourd'hui deux niveaux d'interventions de celle-ci : le niveau des règles et celui des représentations ». Le second niveau est notamment présenté par Batifoulier comme plus fondamental et constitutif de l'ensemble du raisonnement sur les conventions : selon lui, les modèles de représentation constituent le cadre premier dans lequel s'insère en second lieu la production des règles selon trois types (contrat, convention et contrainte)<sup>224</sup>.

Il nous semble donc possible de dire que la notation financière est bien devenue cette règle incontournable pour le fonctionnement des marchés financiers mais qu'elle est en soi une représentation puissante, faisant sens au point de suppléer les analyses et jugements critiques des agents concernés. La puissance de cette référence, de ce modèle d'évaluation conventionnel relève en grande partie, comme nous l'avions présenté pour tout phénomène conventionnel, d'un mécanisme arbitraire dont la compréhension nous échappe. Il est donc vain de vouloir obstinément apporter des réponses exhaustives et parfaitement rationnelles à la formation de ces représentations dominantes. Cependant, la notion de « saillance » proposée par la théorie des conventions peut tout de même nous éclairer dans la mesure où

---

<sup>222</sup> BATIFOULIER Philippe, op. cit., 1991, p. 19-20, sq.

<sup>223</sup> Ibid. p. 217

<sup>224</sup> Ibid.

elle nous invite à réfléchir à la force et à la pertinence des signes, codes ou catégories d'entendement auxquels nous attachons intuitivement une importance première. La domination des « saillances » et « points focaux » est un phénomène théorisé dès 1960 par Thomas Schelling dans des travaux se situant à mi-chemin entre la théorie des conventions et la théorie des jeux. Il y explique notamment comment des agents en situation de manque d'information vont voir leur comportement être influencé par des saillances s'offrant à eux. Deux individus perdus sans moyens de communication vont par exemple avoir tendance à se retrouver à la gare centrale qui intuitivement s'offre comme solution pertinente. La saillance se présente donc comme solution spontanée. Elle est évidemment arbitraire dans la mesure où « toutes les autres solutions sont correctes si les agents pensent qu'elles le sont ». <sup>225</sup> Cependant, une représentation dominante s'est bien imposée, elle a polarisée des comportements.

Incomplétude, nécessité d'une focale et saillance constituent donc le triptyque de notre développement. David Bourghelle et Olivier Brandouy définissent quant à eux la saillance de la manière suivante <sup>226</sup> : « elle est à même de faire émerger une opinion dominante ou un schéma d'interprétation qualifié de conventionnel car largement partagés et acceptés par les agents ». La saillance polarise donc les attentions par ce que l'on pourrait appeler la puissance suggestive du ou des signes produits par celle-ci. La notation, utilisant lettres et symboles mathématiques élémentaires dispose donc des signes les plus communément partagés et donc les plus puissants. Ce référentiel graduel semble donc s'imposer de lui-même ; la simplicité et l'accessibilité des signes produits fournissent alors une focale puissante et attirante en situation d'incertitude.

Enfin, cette dichotomie entre stratégie et interprétation incite à croire à que les représentations sont toujours plus pesantes, plus ancrées que les conventions de coordination qui s'inscrivent plus fréquemment dans du court terme et ne touchent pas nécessairement à des éléments constitutifs de l'identité des agents. Philippe Batifoulier souligne ce décalage entre les deux catégories de convention :

---

<sup>225</sup> Ibid. p. 72 (Philippe Batifoulier fait donc mention des travaux de Thomas Schelling et de son ouvrage *The Strategy of conflict* dans lequel la notion de point focal est abordée. L'exemple désormais célèbre de la Gare centrale est développé à la page 55 de l'édition originale.)

<sup>226</sup> BOURGHELLE David, BRANDOUY Olivier, « Sensitivité des marchés financiers aux informations macroéconomiques : une lecture conventionnaliste » in, EYMARD-DUVERNAY François (dir.), *L'économie des conventions*, tome 2, Paris, La découverte, coll. Essais et Recherches, 2006 (p. 212)

*« Il est indéniable que les modèles d'évaluation ne sont pas figés. Mais leur évolution est soumise à une temporalité beaucoup plus longue. [...]De manière très grossière, plus ces représentations seront constitutives des identités individuelles et collectives plus l'inertie sera importante. D'autre part le caractère de cette dynamique est éminemment conflictuel. L'existence d'un modèle de jugement induit automatiquement des positions différenciées ».*

L'influence et la stabilité de certaines représentations dont nous pouvons dire que la notation financière fait partie, nous interpelle donc sur la puissance des mécanismes cognitifs permettant l'établissement et la pérennité de ces représentations. La pensée de Clément Rosset va désormais nous permettre de faire écho à la notion de « point focal » et de « saillance ». Nous allons donc essayer de voir dans quelle mesure la forte incertitude entourant la notation et l'importante focalisation dont elles font l'objet nous permet de parler d'une illusion dans laquelle les agents se sentent comme maîtres et possesseurs d'une réalité pourtant quasi insaisissable. La note opère tel un masque simplificateur, tel un *double* venant se plaquer sur une multitude de risques dont personne ne maîtrise véritablement les tenants et les aboutissants comme nous avons notamment essayé de le montrer avec la crise de 2007 et 2009 et avec le cas plus précis de la titrisation.

### **III ) La notation et son « double »**

La puissance de cette focale n'agit-elle donc pas tel un double, une illusion conférant aux agents un sentiment de maîtrise et d'appréhension d'une réalité dont la complexité dépasse finalement en grande partie les principaux intéressés ? Clément Rosset essaya lui aussi de réfléchir à la puissance des signes ou des événements fournissant un substitut de réalité aussi bien agréable que nécessaire face à un réel bien souvent désenchanté, difficilement identifiable, peu engageant. Il insiste donc sur les caractéristiques d'un réel obscur, complexe que le recours au double, à la duplication vient devancer comme un concurrent indésirable. Il s'agit donc de « compromettre par une contrefaçon la crédibilité d'une certaine réalité »<sup>227</sup> ; le double, la duplication sont quant à eux beaucoup plus

---

<sup>227</sup> ROSSET Clément, *L'objet singulier*, Paris, Editions de Minuit, 1979, 111 p. (p.12)

désirables, beaucoup plus attirant face à cette mauvaise visibilité du réel. C. Rosset nous dit alors <sup>228</sup>: « la nouvelle identité proposée nous semble toujours plus crédible, plus séduisante. »

La notation joue probablement le rôle de ce double qui d'une certaine manière se présente comme simple et attirant face à des réalités en effet difficilement saisissables. Il est de plus quasi impossible pour les agents de reconnaître ou de s'avouer que la maîtrise et la classification des actifs financiers finit aujourd'hui par échapper aux émetteurs de titres et aux notateurs alors que personne n'est en effet dupe des défaillances ou des approximations du système financier international. C'est cette réalité qui est difficilement supportable ; le recours systémique à cette focale ou à ce « double » qu'est la notation permet donc, si l'on reprend les termes de Rosset, de faire tenir en partie un système, des croyances ou des décisions d'investissement. C'est un mode de vie qui est associé à ce fonctionnement : comme nous l'avions dit, l'économie occidentale ne subsiste désormais que par sa capacité à faire fonctionner des marchés financiers, à lever de la dette, à convaincre des créanciers.

Lorsqu'une crise survient, il ne s'agit peut-être alors que d'une réalité finissant par rattraper et menacer le « double » en vigueur. La crise qui est survenue il y a trois ans est probablement une irruption de réel faisant ainsi vaciller un double. Les agents se rendent simplement compte que la croissance actuelle n'est réalisée qu'à crédit, que la traçabilité d'une grande partie des actifs financiers est devenue impossible. Lorsque cette réalité fait irruption ce sont donc des représentations qui sont menacées. Clément Rosset présente ce point essentiel au sujet de ce que nous dénommons communément une crise, une catastrophe ou un accident ; il s'agit selon lui d'une « irruption du réel (...) l'entrée d'une réalité à la fois indésirable et jusqu'alors protégée par un ensemble de représentations apparemment résistantes, solides et éprouvées. La catastrophe est ainsi, non un accident du réel mais un désastre de sa représentation »<sup>229</sup>. C'est donc ce réel que l'on ne souhaite pas voir qui finit pas prendre le pas, par déstabiliser un double en crise mais dont on ne peut se détacher. L'on ne peut que très difficilement supporter cette réalité advenue avec l'ensemble des inconnues et des remises en question qu'elle comporte.

---

<sup>228</sup> Ibid.

<sup>229</sup> Ibid., p.41

La notation est indubitablement une convention puissante, solidement installée. Elle traverse toutefois une crise aigüe. Une situation paradoxale semble donc s'installer aujourd'hui : alors que la confiance placée en cette convention de coordination et de représentation n'a jamais été autant touchée, l'outil et sa valeur perdurent. Nous allons même essayer de voir pourquoi la notation semble encore être promise à un avenir certain. Un débat concernant l'utilité de la notation et son devenir est donc aujourd'hui très intense. Sans bien évidemment trancher cette question nous allons essayer de présenter les orientations de ce débat et les enjeux majeurs qui le constituent. Trois champs dans lesquels se développent les réflexions seront donc identifiés.



## Chapitre VI. Le devenir de la notation – Du statu quo à la suppression des agences ?

Nous avons jusqu'à présent essayé d'identifier les ressorts fondamentaux de l'outil de notation : son fonctionnement élémentaire, sa difficulté à embrasser des réalités complexes, la puissance qu'il peut exercer sur les comportements, sa crédibilité avant et depuis la crise de 2007-2009. Nous allons enfin essayer de dresser un état des lieux concernant les perspectives de la notation financière. Il ne s'agit en aucun cas d'établir ici des prévisions ou de suggérer de quelconques recommandations ; l'intérêt de ce dernier chapitre réside dans le fait de pouvoir identifier des champs d'action ou de non-action au sein desquels les acteurs de la notation et les observateurs produisent leurs recommandations, leurs critiques, leurs solutions et suggestions.

Nous allons donc établir trois catégories de perspectives pour la notation et essayer de démontrer que deux d'entre elles sont assez minoritaires, peu consensuelles et produisent donc les scénarios les moins probables, à court terme tout du moins. Il s'agit de deux types de discours : l'un proposant un impératif de non-intervention afin de laisser la notation comme marché faire son apprentissage et évoluer au grès des événements, l'autre radicalement opposé concerne justement la suppression de la notation comme marché via des projets de nationalisation voire la suppression pure et simple de la notation en tant que telle. Nous verrons ce qu'il en est. Enfin, le champ de réflexion dominant concerne la régulation de l'activité de notation comme oligopole naturel qu'il conviendrait de mieux maîtriser comme le suggèrent les défenseurs de ce discours. Ceci nous amènera donc à discuter et à essayer d'éclaircir les notions de « régulation » et même de « régulateur » qui fréquemment invoquées recouvrent de larges espaces peu circonscrits qu'il convient donc de préciser et de délimiter avec attention.

### **I ) Le marché au secours de la notation**

Il est donc possible d'identifier une première perspective concernant le devenir de la notation qui d'inspiration libérale consiste à laisser le marché de la notation poursuivre son développement et son apprentissage. Le lien de confiance entre investisseur, émetteur et

notateur est jugé comme seul et unique bien à préserver ; aucun de ces trois groupes n'a intérêt à l'affaiblir et le temps n'appelle qu'à le raffermir. Ce discours assez peu présent aujourd'hui avait bien évidemment un peu plus d'écho avant les crises successives qui ont touché la notation et principalement celle de 2007-2009. En 2002, Jeanne-Françoise de Polignac, notamment spécialiste de la notation des collectivités locales en Europe écrit<sup>230</sup> : «Le marché est en fait le seul véritable juge des agences de notation ». A un degré peut-être encore plus fort, lorsque régnait une certaine euphorie à propos de la notation dans les années 1990, la toute puissance du marché de la notation était consacrée en des termes plus précis. Ainsi, nous pouvons remarquer les propos de Daniel Karyotis en 1995<sup>231</sup> : « Le marché de la notation est efficient, [...] toute tentation de recourir à la réglementation doit être rejetée, c'est au marché et à lui seul qu'il appartient de rendre incontournable la notation [...] Pour la plupart des professionnels, la notation est déjà intégrée et admise. Pour les réticents, elle doit être considérée comme un mal nécessaire ». Une forme de triomphalisme et de « fin de l'Histoire » a donc accompagné la notation à l'époque de son internationalisation et de sa diffusion dans une économie mondiale financiarisée. Aujourd'hui, ce type de discours occupe une place secondaire dans le débat concernant la notation, cependant le recours au marché et à ses mécanismes d'ajustement naturel afin d'apporter des solutions à cette crise que traverse la notation est encore perceptible.

C. Gerst et D. Groven réfléchissant également au développement de l'activité présentent les arguments essentiels de ce discours visant notamment à faire confiance à un essor de la concurrence afin de corriger l'inefficience de l'oligopole. Les défenseurs<sup>232</sup> de ce discours affirment que d'autres méthodes de notation ou d'autres principes de fonctionnement (notamment le retour à un système tarifaire « investisseur-payeur ») peuvent favoriser une meilleure transparence, une plus grande crédibilité de l'activité bénéficiant à tous. D'autres suggestions présentent l'arrivée sur le marché de la notation d'agences spécialisées uniquement dans le crédit structuré comme réponse principale au seul point sur lequel la notation a semble-t-il achoppé depuis sa création<sup>233</sup>. Le recours au marché est également

---

<sup>230</sup> POLIGNAC (de) Jeanne-Françoise, op. cit. 2002, p.107, sq.

<sup>231</sup> KARYOTIS Daniel, op. cit. 1995, p. 158, sq.

<sup>232</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., 2004, p. 150, sq.

<sup>233</sup> « Globalement, depuis les années 1980, la qualité des notations s'est révélée relativement satisfaisante, à l'exception précisément du rating des produits structurés ». (GAILLARD Norbert, *les agences de notation*, p. 96)

suggéré pour accroître la transparence notamment de la méthodologie de notation ; nous en avons fait mention en conclusion du deuxième chapitre lorsqu'il s'agissait d'évoquer la pratique « d'appels à commentaires » réalisés sur les marchés afin que les agences ajustent grâce aux acteurs eux-mêmes le processus de notation.

Sans pouvoir rentrer dans les détails de ce débat, nous pouvons cependant soulever quelques interrogations sur ce type de discours. Premièrement, le retour au principe « d'investisseur-payeur » serait finalement un simple retour au fonctionnement de la notation lors de ses débuts. Cependant, outre les difficultés techniques, comment est-il possible d'instaurer à nouveau ce principe dans la mesure où comme nous l'avons vu, l'accès au marché des capitaux pour les émetteurs conduit à la notation comme passage obligé pour ces derniers ? Une relation très asymétrique à la notation s'est instaurée de fait, il est donc difficile d'affirmer concrètement quelle institution ou quels agents ont les moyens réels de produire ce renversement du fonctionnement de l'activité.

En ce qui concerne, l'accroissement de la concurrence, est-ce synonyme d'une plus grande transparence et d'une qualité accrue de la notation ? L'on peut s'interroger sur un risque de dérive de la notation où un émetteur se mettrait ainsi en quête de la note la plus élevée parmi une offre très large. On pourrait ainsi assister à une sorte de nivellement des notes par le haut et à un nivellement des prix par le bas ; c'est donc la notation dans son ensemble qui se verrait ainsi dégradée et ne ferait qu'amplifier les difficultés existantes. Le recours aux agents et à leurs commentaires concernant la méthodologie est-elle enfin un véritable gage de transparence ? Il convient dans une certaine mesure de souligner l'effort d'ouverture des agences qui lèvent en effet certaines interrogations sur leur travail. Toutefois, le cœur de la notation ne se joue pas ici mais bien dans le comité de notation, dans sa composition, dans sa procédure de délibération. Sur ce point, les agences se montrent très réticentes à fournir des explications précises et ne souhaitent pas divulguer les rouages de ce que nous avons présenté comme une « boîte noire ».

Essayons désormais de présenter les enjeux liés au discours inverse qui consiste à présenter la notation comme un « bien public » qu'il conviendrait de dissocier du marché autant que faire se peut.

## II ) La note, un « bien public » ? monopoles, nationalisation, suppression de la notation ?

La notation remplit-elle une mission de service public par l'information produite ? Des économistes spécialistes de la notation et du crédit structuré comme Michel Aglietta défendent cette conception de la notation<sup>234</sup> ; Faudrait-il en conclure que des organismes publics devraient donc être en charge de cette activité ? Une fois de plus, de nombreux écueils se greffent à cette hypothèse : veut-on et peut-on nationaliser les agences de notation ? Un organisme international doit-il être en charge de la notation ? Chaque Etat doit-il développer une agence nationale ? De nombreux débats ont cours sur toutes ces questions, nous ne pouvons ici faire que de brèves remarques à propos de ces sujets complexes et qui ne relèvent que de projections et de suppositions;

Norbert Gaillard fait mention des travaux de Patrick Bolton, Xavier Freixas et Joel Shapiro<sup>235</sup> dont les conclusions tendent à démontrer qu'une situation monopolistique serait plus profitable qu'une situation « duopolistique » ou « oligopolistique » faisant ainsi écho aux recherches de Becker et Milbourn qui ont réussi à démontrer une inflation des notations accordées aux entreprises (notation dite *corporate*) depuis l'arrivée de Fitch durant les années 2000. Des surnotations et donc une sous-évaluation des émissions sont donc probablement favorisées par le caractère oligopolistique du marché de la notation. Cependant, une fois ces constats établis, les modalités d'action et les initiatives qui peuvent être prises sont un tout autre sujet.

Notons de plus quelques mouvements et déclarations notamment des institutionnels en rapport avec la notation. L'Allemagne a ainsi favorisé le lancement d'une agence de notation dénommée *Creditreform Rating* en août 2009 qui souhaite se concentrer sur la notation des entreprises<sup>236</sup>. Cette terminologie n'est pas sans faire écho aux critiques virulentes que l'Allemagne a pu adresser aux trois principales agences depuis le déclenchement de la crise. Ce pays souhaite notamment à terme la création d'une agence de notation européenne qui

---

<sup>234</sup> DENIS Annie, op cit.

<sup>235</sup> GAILLARD Norbert, op. cit., 2010, p. 99-100, sq.

<sup>236</sup> STUDER Elisabeth, 8 août 2009, « Allemagne, 1<sup>ère</sup> agence de notation financière » (dépêche AFP), *Le blog finance*, en ligne, <http://www.leblogfinance.com/2009/08/allemande-1ere-agence-de-notation-financi%C3%A8re-.html>

pourrait prendre la forme et les statuts d'une fondation.<sup>237</sup> A noter également que Vladimir Poutine a déclaré au début de l'année 2009 que la Russie devait quant à elle se doter des ses propres agences de notation afin de se détacher des trois agences principales qui en effet couvrent quasiment l'ensemble du marché obligataire du pays; le premier ministre russe a déclaré le 9 février 2009<sup>238</sup>: « L'absence d'agences russes a conduit à une dépendance totale des entreprises russes envers les agences de notation internationales, qui se concentrent sur les économies, et les pratiques en affaires d'autres Etats ». En ce qui concerne la France, il est intéressant de constater qu'une entreprise comme la Coface ait décidé de lancer ses propres activités de notation en juin 2009<sup>239</sup> en misant sur sa renommée acquise en tant qu'assureur-crédit. La crise a semble-t-il fourni des fenêtres d'opportunités pour ce type d'acteur qui n'étant pas initialement spécialisé dans la finance pense tout de même pouvoir s'insérer au sein de cet oligopole.

Enfin, une question plus radicale et donc beaucoup moins partagée est cependant parfois soulevée. La notation est-elle tout simplement illégitime ? Doit-on décider de suspendre cette activité ? Peut-on accepter que des agents privés puissent notamment attribuer des notes à des Etats, à des collectivités publiques ? Une fois de plus ce questionnement ne peut appeler de réponses de notre part. Mentionnons cependant le fait que la liberté d'expression est le principe fondateur de la notation qui fut une activité journalistique à ses débuts comme nous l'avions expliqué au début de ce travail. Il semble donc périlleux d'aller à l'encontre de ce principe, cependant, la question de la légitimité des agences se pose bel et bien ; d'ailleurs, la presse spécialisée et reconnue dans le domaine financier n'exclut pas ce questionnement<sup>240</sup>. Cette interrogation est aujourd'hui largement en retrait dans le débat concernant la notation et se trouve à l'origine de scénario peu probables, pourtant, la légitimité de la notation est un enjeu fondamental de la réflexion concernant cette activité.

---

<sup>237</sup> AFP, 29 avril 2010, (Cf. <http://www.leparisien.fr/flash-actualite-economie/allemande-westerwelle-veut-une-agence-de-notation-europeenne-independante-29-04-2010-904329.php> )

<sup>238</sup> (Anonyme), 9 Février 2009, « La Russie doit avoir ses propres agences de notation selon Poutine », *LePoint.fr*, en ligne, <http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2009-02-09/la-russie-doit-avoir-ses-propres-agences-de-notation-selon/916/0/315356>

<sup>239</sup> LE GALL Yvon, 19 juin 2009, « Coface secoue le marché des agences de notation », *Le Figaro*, en ligne, <http://www.lefigaro.fr/societes/2009/06/20/04015-20090620ARTFIG00204-coface-secoue-le-marche-des-agencesde-notation-.php>

<sup>240</sup> ORDONNEAU Pascal, 11 janvier 2010, « Les agences de notation sont-elles illégitimes et inefficaces ? », *Lesechos.fr*, en ligne, <http://www.les-cercles.fr/economie/economie-societe/conjoncture/1441-les-agences-de-notation-sont-elles-illegitimes-et-inefficaces>

Essayons désormais de présenter l'axe de réflexion principal autour de la notation partagé par une grande partie des protagonistes consistant à dire que la notation, de fait, s'est imposée. Il s'agit de composer avec un « principe de réalité »<sup>241</sup> devant conduire à réformer et à réguler un oligopole naturel par des mesures précises pouvant être élaborées en partenariat entre les acteurs et les autorités politiques et financières. C'est cet axe qui aujourd'hui dans les débats et dans les actions menées semble faire consensus.

### **III ) Le retour du régulateur : réformer un oligopole**

Nous avons parlé dès le premier chapitre d'une certaine démission de la régulation financière grâce à laquelle la notation financière a pu prospérer, disposant ainsi de prérogatives qu'elle n'aurait jamais soupçonné. Aujourd'hui, comme nous l'avons dit, les agences elle-même associées à la communauté des investisseurs et à la sphère publique en leur grande majorité en appellent à un « retour de la régulation », à une forme de reprise en main de l'activité par un ensemble de mesures précises.<sup>242</sup>

#### **A) Un réveil du régulateur ?**

La « régulation » est un terme fréquemment invoquée lorsqu'il s'agit d'évoquer les crises auxquelles le capitalisme doit faire face. Cette notion ambiguë doit donc faire l'objet d'une grande prudence et de quelques précisions ; Qu'est-ce qu'un régulateur ? Que voudrait dire « régulation » dans le cadre de la notation ?

Premièrement, nous pouvons dire que les régulateurs principaux sont les Etats et dans le domaine économique et financier le premier d'entre eux, les Etats-Unis. Les pays européens suivent ensuite et nous verrons que l'Union Européenne est assez active concernant la notation. Enfin, pour des considérations secondaires ou d'ordre technique, les entités politiques nationales et internationales délèguent bon nombre de responsabilités à des organismes techniques tels que le comité de Bâle dont nous avons déjà fait mention ainsi que l'Organisme International des Commissions de valeur et le Forum de Stabilité financière. Ce sont donc ces institutions qui sont en mesure de pouvoir trancher sur des textes ou des

---

<sup>241</sup> Cette position est notamment défendue en France par l'AMF. En janvier 2009, Hubert Reynier alors Secrétaire général adjoint rappelle ce point dans une déclaration faite à l'IRIS le 27 Janvier 2009.

<sup>242</sup> GERST Catherine, GROVEN Denis, op. cit., p. 181, sq.

décisions qui auront valeur contraignante. C'est leur retour et leur influence sur la scène économique et financière qui majoritairement semble faire consensus. C. Gerst et D. Groven mentionnent ce point<sup>243</sup> (citation à vérifier) : « Dans ce contexte ou tout le monde a « partiellement raison et partiellement tort », c'est là où le régulateur doit intervenir pour fixer une bonne fois pour toutes les règles partagées par tous. Tout ceci ne peut être que collégial ».

Nous sommes ensuite en droit de nous demander si la notion de « régulation financière » est essentiellement rhétorique ou s'il est possible d'identifier de véritables champs d'action et des mesures précises. Dans le domaine de la notation, le débat porte donc sur des éléments concrets où le régulateur peut trancher et faire montre de son autorité. La procédure de collecte d'information, la composition du comité de notation et ses pratiques, la distinction entre fonctions analytiques et commerciales, la rotation des personnels au sein des agences ; autant de zones d'ombres de l'activité ou de procédures faisant l'objet d'une réflexion et parfois aujourd'hui d'une action de la part des régulateurs dont nous avons fait mention. Ce travail de régulation est aujourd'hui en cours ; nous ne chercherons donc pas à nous y attarder et présenterons seulement quelques aspects des actions entreprises aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis.

La thèse d'un oligopole naturel dont l'amélioration s'impose face à un « principe de réalité » semble aujourd'hui fortement installée ; des institutions en France comme l'AMF défendent cette position. Ce « principe de réalité » est en fait constitué des arguments suivants<sup>244</sup> ; il s'agit de dire que les investisseurs n'iront pas consulter plus de trois ou quatre avis différents afin de placer leur épargne. Quant aux emprunteurs, ils ne peuvent et ne veulent requérir plus de deux ou trois demandes de notation au vu de la lourdeur de la procédure et du risque inhérent qu'il y a à communiquer des informations importantes à des agents extérieurs à l'entreprise. Même si la confidentialité prévaut, il n'est jamais souhaitable pour une entreprise de s'étendre indéfiniment sur son activité. Ce principe de réalité amène donc à croire vraisemblablement que la notation financière se maintiendra avec trois ou quatre acteurs principaux où un nouvel entrant peut en fait venir pallier la défaillance d'une agence en place.

---

<sup>243</sup> Ibid. p. 183

<sup>244</sup> Ibid. p. 158

Ce courant que l'on pourrait qualifier de « réformateur » est en fait confronté à un dilemme entre réglementation et accroissement de la concurrence ; l'un n'empêche-t-il pas l'autre et réciproquement ? Quel degré de coercition faut-il introduire dans cette activité particulière qu'est la notation ? Comme le souligne Joëlle Paquet dans un texte produit pour l'ENA Québec : <sup>245</sup>« Il est cependant difficile d'élaborer une réglementation contraignante à l'intention des agences de notation de crédit sans nuire encore davantage à la concurrence. En effet, un encadrement serré et des exigences élevées avantagent, dans une certaine mesure, les grandes agences déjà établies et peuvent freiner encore plus l'émergence de nouveaux acteurs. » Il y a donc de manière sous-jacente une réflexion de fond sur la notation à mener : quels contours et quel mode de fonctionnement veut-on donner à cette activité ? Pour quelles fonctions dans la société en général et au sein des marchés en particulier ? Ce sont donc ces questions difficiles qui entourent le débat sur le contrôle ou la « régulation » des agences. Il nous est donc très difficile d'y apporter des solutions. Essayons donc simplement pour finir de recenser les actions principales entreprises par ces « régulateurs ».

## **B) Les actions entreprises**

### a) L'Union européenne

Au sein de la Communauté, la notation financière n'était encadrée que par la présence d'un code non contraignant dit de « bonne conduite »<sup>246</sup> édicté en 2003 par le Conseil européen des valeurs mobilières (CEVM), organisme dépendant directement de la Commission européenne. Suite au déclenchement de la crise de 2007, une proposition de règlement a émergé durant l'automne 2008. Cette proposition de règlement a finalement abouti à la production d'un texte à valeur impérative qui vient donc suppléer le code de bonne conduite. Ce règlement a été adopté le 16 Septembre 2009<sup>247</sup> et vient donc fournir des cadres plus contraignants pour l'exercice de la notation.

---

<sup>245</sup> PAQUET Joëlle op. cit. 2009, p. 8, sq.

<sup>246</sup> TARTY Julien op. cit.

<sup>247</sup> UNION EUROPEENE, Journal Officiel, L 302, Bruxelles, 52ème année, 17 Novembre 2009, 123 p.



Ce texte prévoit notamment un enregistrement des établissements de notation auprès du CERVM<sup>248</sup> et une surveillance obligatoire des ces derniers. Si le texte laisse une certaine marge de manœuvre aux acteurs eux-mêmes afin d'adapter les dispositions requises en interne, des objectifs sont toutefois clairement définis<sup>249</sup>. Les agences se doivent notamment : de prendre toutes les mesures nécessaires afin de limiter la persistance de conflits d'intérêts puis signaler et publier ceux dont la présence serait inévitable. Les agences se doivent également de publier les méthodologies ainsi que les décisions d'interruption d'une notation. La rotation du personnel et principalement des analystes est également requise ; sur ce point, les agences sont libres de s'organiser comme elles l'entendent mais doivent pouvoir en rendre compte. Des éléments concernant des sujets plus techniques sont aussi requis : en ce qui concerne la titrisation, des symboles supplémentaires doivent différencier les produits structurés des titres et obligations traditionnelles.

#### b) Les Etats-Unis

Avant la crise de 2007, la notation était régie par le *Credit Rating Agency Reform Act* instauré en 2006 qui prévoyait notamment de contraindre les agences à présenter un rapport annuel sur l'historique de leur notation<sup>250</sup>. La situation a ensuite évolué lorsque la SEC mena en 2007 et 2008 une enquête sur les agences de notation permettant de mettre à jour d'importants manquements.<sup>251</sup> Depuis Septembre 2009, des mesures contraignantes ont également été adoptées.

Des points de technique et de méthodologie sont donc fixés par les textes de la SEC. On peut cependant noter des dispositions plus précises ; les agences se doivent notamment d'indiquer si elles contrôlent l'origine des actifs sous-jacents dans le domaine de la titrisation. Les agences doivent également renoncer à attribuer simultanément une recommandation et une note à un émetteur de dette dans l'objectif de prévenir les conflits d'intérêts et d'opérer

---

<sup>248</sup> Le Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières est un comité qui a pour fonction la surveillance de l'application des mesures communautaires dans le domaine financier. Il a été créé le 23 janvier 2009 et constitue un intermédiaire entre les autorités des Etats membres et la Commission.

<sup>249</sup> Cf. GAILLARD Norbert, op. cit, 2010, p. 102

<sup>250</sup> LE BARS Benoit, 27 Janvier 2009, « Les agences de notation : boucs émissaires de la crise financière ou premiers instruments de passage à l'économie durable », *Hammonds Haussman – La Revue*, en ligne, [http://larevue.hammonds.fr/Les-agences-de-notation-boucs-emissaires-de-la-crise-financiere-ou-premiers-instruments-de-passage-a-l-economie-durable\\_a835.html](http://larevue.hammonds.fr/Les-agences-de-notation-boucs-emissaires-de-la-crise-financiere-ou-premiers-instruments-de-passage-a-l-economie-durable_a835.html)

<sup>251</sup> TARTY Julien, op. cit.

une séparation plus claire entre conseil et notation. Les fonctions commerciales et analytiques doivent également faire l'objet d'une séparation nette.

c) La France

Il convient de rappeler que les Etats-Unis et l'Union Européenne ont principalement vocation à agir dans le domaine de la régulation financière, ces entités disposent d'une couverture plus grande afin d'organiser un phénomène qui nous l'avions dit est transnational et concerne en grande partie deux établissements d'origine américaine. Les Etats ne font donc plus que subir la notation plus qu'ils ne la régulent bien qu'ils peuvent contribuer aux actions de régulations menées. Dans le cas français, l'Autorité des marchés financiers se doit de publier un rapport annuel concernant les agences de notation et ce suite à l'entrée en vigueur de la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003<sup>252</sup>. Ainsi, l'activité fait l'objet d'une forme de surveillance ; cependant, l'AMF souligne la nécessité d'une action au niveau européen. Elle ne produit donc qu'un contrôle faiblement coercitif envers la notation et fournit principalement des éléments de réflexion sur la régulation de celle-ci. Comme nous l'avions mentionné, c'est principalement à l'échelon supranational que des actions sont aujourd'hui entreprises.

---

<sup>252</sup> AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, Rapport 2008 de l'AMF sur les agences de notation, Paris, Janvier 2009, 81 p. (p.2)

# Conclusion

La notation financière est une institution qui aujourd'hui se trouve au cœur des turbulences de l'économie mondiale, à la fois actrice et spectatrice de ces bouleversements. Cette institution qui a connu de profondes mutations est maintenant prédominante, confidentielle à ses débuts, elle est désormais une clé de voute du système financier international. Au terme de ce travail nous avons donc essayé de comprendre pourquoi la note est devenue incontournable et si puissante ; nous avons enfin expliqué en quoi cet outil relève bien d'un mécanisme conventionnel avec les forces et les dysfonctionnements que cela comporte.

Nous allons présenter brièvement les points majeurs auxquels nous avons abouti à l'issue de cette recherche, nous essaierons ensuite de les mettre en perspective. Enfin, nous présenterons les apports mais aussi les limites des outils théoriques mobilisés dans ce travail. Un dernier temps sera l'occasion d'évoquer les évolutions récentes de la notation financière.

## **A) Résultats de la recherche**

Distinguons quatre points de conclusion majeurs.

Premièrement, les dix dernières années de la vie économique et financière ont vu se succéder un certain nombre de crises que nous avons identifiées (crise asiatique, faillites importantes, crise de 2007-2009) et dans lesquelles la notation financière est impliquée. Elle ne peut, seule, endosser l'entière responsabilité de ces perturbations mais se trouve impliquée dans le déroulement de ces événements. En ce qui concerne la crise de 2007-2009, nous avons vu que les agences, en attribuant des notes élevées à des produits structurés, ont fait le choix de cautionner un rendement élevé de l'argent avec des titres reliés à des agents économiquement faibles. Ce choix, fait écho à la notion « d'aléa moral maximisé »<sup>253</sup> auquel les agences ont choisi de souscrire.

---

<sup>253</sup> Point présenté dans la seconde partie du Chapitre II.

Notre second point concerne la dimension « pro-active » et « pro-cyclique » de la note que nous avons essentiellement présentée dans les chapitres II,IV et V. Nous avons essayé de montrer que la notation, se présentant comme une opinion permettant à un agent de construire et d'enrichir un jugement a finalement été perçue comme une vérité, une prédiction qu'une grande majorité d'agents ont assimilé. Une soumission à la notation s'est donc instituée ; nous avons vu comment les agences, les autorités de régulations et les agents économiques eux-mêmes ont tous contribué à cet état de fait.

Nous avons également établi que la notation financière est une convention qui s'auto-instituant a été progressivement reconnue, intégrée par les acteurs des marchés et ses autorités de tutelle. A l'issue de ce travail nous pouvons donc dire que des croyances et une crédibilité se sont agglomérées autour de ce point focal des marchés. La notation financière est donc en partie un phénomène conventionnel : elle est un outil de coordination, elle est une représentation admise. Ces caractéristiques intrinsèques du phénomène conventionnel ne signifient pas nécessairement que les agents ont trouvé une solution optimale et infaillible pour pallier un manque d'information et de coordination. Des mimétismes, des déséquilibres, des polarisations excessives peuvent produire de nombreux dysfonctionnements. Les notions de crise et de conflit ne doivent donc pas être détachées de la notion de convention elle-même<sup>254</sup> ; une convention évolue, mute, subit des perturbations endogènes et exogènes. Comme le souligne François Eymard-Duvernay<sup>255</sup> : « La notion de coordination ainsi étendue ne s'oppose pas à l'idée de conflit. La coordination est une épreuve qui se réalise dans l'horizon de la défaillance et notamment du conflit et de la critique. »

Nous avons enfin insisté (Chapitre V), sur la puissance qu'exerce la notation comme représentation alors même que des défaillances et des doutes sont avérés et connus par l'ensemble des parties reliées par la notation. Une persistance des croyances subsiste donc malgré des crises et des dysfonctionnements du dispositif. Nous avons vu que les conventions de représentation sont en effet plus pesantes, plus prégnantes sur les agents que la dimension coordinatrice de la convention qui elle est moins constitutive d'une identité et donc plus mouvante, plus instable. La note comme représentation est donc solidement ancrée, elle est

---

<sup>254</sup> Cf. Chapitre IV Section III (C- « La notation – une convention en crise »)

<sup>255</sup> EYMARD-DUVERNAY François *et alii*, op. cit., 2003p. 4

constitutive d'un mode de fonctionnement des marchés financiers et d'un mode de penser des agents au-delà même de ses défaillances et de ses imperfections.

## **B) Mise en perspective**

### a) La note, un « Dieu barré » ?

Comme nous l'avons vu la notation financière s'est peu à peu auto-instituée, a gagné en crédibilité au cours du XXème siècle avant d'être consacrée par les acteurs et les régulateurs d'une économie financiarisée planétaire. La « désintermédiation »<sup>256</sup> financière, l'accès direct aux capitaux a notamment marqué une rupture fondamentale et a contribué à l'essor de la notation au niveau mondial. La notation est donc devenue une référence incontournable à laquelle il est d'usage de se référer malgré les crises successives et les limites de l'outil. La note même déchue d'une partie de son aura perdue, ceci peut susciter alors de nombreuses interrogations. Ne peut-on donc plus se passer d'un outil pour partie défaillant ? Peut-on en fait supporter l'idée de vivre dans un monde où l'évaluation des actifs financiers est impossible ? Une croyance dans l'outil y compris lorsque ses défaillances se font ressentir s'avère en effet être très prononcée ; c'est tout un système financier ainsi qu'un mode de vie qui sont soutenus par cette croyance. Ceci explique peut-être pourquoi la notation financière reste peu déconstruite, peu remise en question par les agents eux-mêmes qui s'en tiennent pour la plupart à des représentations admises. Pour reprendre les termes de Clément Rosset, il s'agit donc plus de se référer à un « double »<sup>257</sup> ; suivre une note c'est en partie refuser d'affronter une réalité complexe, parfois insaisissable. La note n'est-elle donc pas l'illustration de la présence d'un « Dieu barré » évoqué par Bruno Latour, qui « infiniment lointain est à la fois impotent et souverain juge »<sup>258</sup>.

### b) La notation financière, illustration d'un monde en « auto-institution »

---

<sup>256</sup> Cf. Chapitre I – Section II

<sup>257</sup> Cf. Chapitre V – Section III

<sup>258</sup> LATOUR Bruno, *Nous n'avons jamais été modernes*, p. 52 (Cf. Chapitre II « Constitution ». (Se référer également à la page 53 : « [...] il devient possible de mobiliser la nature, de chosifier le social, et de sentir la présence spirituelle de Dieu, tout en maintenant fermement que la nature nous échappe, que la société est notre œuvre et que Dieu n'interfère plus. QUI aurait pu résister à une telle construction ? »)

Comme nous l'avons vu la note s'est en partie auto-instituée ; il s'agit d'un processus non contrôlé, non programmé. L'ensemble des cadres et des normes qui entourent l'activité ne sont globalement survenus qu'a posteriori. Les initiatives de gestion et de régulation de la notation financière ne sont en fait que des réactions aux évolutions de l'activité<sup>259</sup>. La notation se construit d'une certaine manière à l'insu de ses protagonistes, personne n'en maîtrise réellement le processus, les compétences et les responsabilités de chacun étant fortement diluées.

La notation ne reflète-t-elle donc pas la marche d'un monde en « auto-institution », un monde au sein duquel ses acteurs agissent mais ne font que subir leurs propres actes. « Nous maîtrisons de moins en moins notre monde alors que nous en sommes les seuls maîtres » nous dit Marcel Gauchet.<sup>260</sup> Comme nous avons essayé de le montrer, la notation financière est donc en grande partie subie, peu maîtrisée par des acteurs finalement très passifs face à un processus qui semble en grande partie les dépasser.

### **C) Apports et limites des cadres théoriques choisis**

#### **a) La théorie du bouc-émissaire**

Cette théorie en grande partie construite par René Girard semble pouvoir s'appliquer à notre objet d'étude, nous avons vu que le terme même de « bouc-émissaire » est parfois utilisé pour qualifier les agences de notation<sup>261</sup> et la situation dans laquelle elles se trouvent depuis trois ans. Nous avons donc essayé de dresser une analogie avec le mécanisme victimaire à plus grande échelle. Cette théorie se situe cependant à une échelle plus réduite et concerne

---

<sup>259</sup> Cf. Chapitre VI

<sup>260</sup> GAUCHET Marcel, *L'avènement de la démocratie* (tome 2 – la crise du libéralisme), p. 65 (Se référer au chapitre II : « La métamorphose du social-historique » - Un monde sans maîtres. « Tout de notre monde devient méconnaissable, à commencer par sa composition. Il se peuple d'éléments discordants que l'on croyait dépassés ; il s'éparpille ; il se démembrer. Il ne se laisse plus rassembler ni mener. De sorte que nous le maîtrisons de moins en moins alors que nous en sommes les seuls maîtres. Au faîte de sa réussite et de sa puissance, la société libérale se découvre minée par une sourde impuissance ».)

<sup>261</sup> Cf. BRONNEC Thomas, 25 avril 2008, « Sarkozy fait des agences de notation un bouc-émissaire », *L'Express.fr*, en ligne, [http://www.lexpress.fr/actualite/economie/sarkozy-fait-des-agences-de-notation-un-bouc-emissaire\\_472370.html](http://www.lexpress.fr/actualite/economie/sarkozy-fait-des-agences-de-notation-un-bouc-emissaire_472370.html)

davantage les relations entre un groupe et une victime plus clairement identifiables<sup>262</sup>. Cette théorie ne pouvait donc être mobilisée intégralement dans le cas de la notation financière et de la position des agences de notation. La situation de crise semble tout de même propice à ce type de raisonnement, elle constitue donc la raison principale pour laquelle nous avons fait écho à la théorie du bouc-émissaire.

#### b) La théorie des conventions

Nous nous sommes attachés à étudier les ressorts principaux de ce dispositif conventionnel qu'est la notation financière. La théorie des conventions constitue cependant un ensemble très vaste qu'il n'était pas possible d'appréhender dans sa totalité, certaines notions ne correspondant pas totalement au fonctionnement de la notation ont donc été peu traitées. Le « common knowledge » et les mécanismes de « spéculativité mentale » à propos desquels David K. Lewis<sup>263</sup> et Jean-Pierre Dupuy ont mené d'importants travaux sont difficilement mobilisables dans le cas de la notation financière. Ces concepts semblent plus appropriés afin d'étudier notamment les décisions d'investissement. De plus, la notation financière et les conventions sont assez proches des réflexions menées en théorie des jeux notamment en ce qui concerne l'étude des mécanismes de coordination; il s'agit donc d'un autre aspect de la réflexion auquel nous n'avons pu faire que des brèves allusions<sup>264</sup>. Le débat entre Théorie du choix rationnel et « cognition limitée »<sup>265</sup>, les notions de « double incertitude » (radicale et interne) ont également été peu traitées par manque de proximité avec notre objet d'étude.

Enfin, il convient de rappeler que l'économie des conventions qui souhaite « ouvrir la boîte noire de la rationalité »<sup>266</sup> ne peut nous fournir que des éléments partiels afin de comprendre le fonctionnement de la notation financière. Nous achoppons *in fine* sur des

---

<sup>262</sup> René Girard illustre fréquemment la mise en place du mécanisme victimaire par l'exemple de la lapidation où un seul individu fait face à un groupe. La mise à mort de la victime est une forme de *catharsis* pour ce groupe qui réussit par cet acte de violence à expier un mal-être, un manque de cohésion. (Se référer à GIRARD René, *Je vois Satan tomber comme l'éclair*).

<sup>263</sup> BATIFOULIER Philippe, op. cit., 1991, p.74-75 sq.

<sup>264</sup> La logique autoréférentielle de la notation nous a permis de faire mention des travaux de Henri Peyton Young en théorie des jeux évolutionnistes (Cf. YOUNG Peyton, "The Economics of convention", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, n°2, Printemps 1996, 105-122. (p. 105)

<sup>265</sup> BATIFOULIER Philippe, op. cit. 1991, p. 196 sq. (Philippe Batifoulier mentionne les travaux de Simon sur la rationalité limitée et l'incertitude produits en 1947, Se référer à, SIMON Herbert *Administrative Behavior (a study of the decision making processes in administrative organization)*, 1947, MacMillan)

<sup>266</sup> EYMARD-DUVERNAY François *et alii*, op. cit 2003, p. 5

mécanismes cognitifs qui parfois échappent à toute possibilité d'entendement (le mimétisme, la peur). L'économie des conventions présente une approche cognitive des relations marchandes, elle nous fournit donc une grille de lecture qui finit inéluctablement par être confrontée à de l'arbitraire ou à des mécanismes cognitifs difficilement saisissables. Nous ne disposons donc que d'hypothèses et de convictions, en aucun cas de certitudes.

Un ultime problème concerne la dimension statique de l'approche proposée par l'Économie des Conventions<sup>267</sup>. François Eymard-Duvernay souligne ce point et précise, qu'à de multiples échelles, les conventions sont en mouvement, en négociation quasi permanente et que la théorie éprouve une grande difficulté à se situer au plus près de cette réalité.<sup>268</sup>

#### **D) Evolutions récentes de la notation financière : la crise en Europe du Sud**

Les pays du sud de l'Europe et la Grèce principalement connaissent actuellement une dégradation importante de leurs finances publiques. Ce pays a subi à la fin de l'année 2009 une décote importante de sa note notamment de la part de l'agence Standard and Poor's<sup>269</sup>. La chute de la note souveraine grecque s'est prolongée au cours du premier semestre 2010. La dimension pro-active de la note s'est ainsi vérifiée, ce pays ne parvenant que très difficilement à lever de la dette et à honorer ses engagements. Pour lui venir en aide, l'eurogroupe a notamment débloqué 110 milliards d'Euro<sup>270</sup>, la Grèce se devant alors de mettre sur pied un plan d'austérité important.

Cette économie de l'endettement grâce à laquelle l'Occident finance son mode de vie semble aujourd'hui poser d'importants problèmes comme le cas de la Grèce nous le suggère. Un des enjeux majeur de la décennie à venir, pour lequel les agences de notation sont

---

<sup>267</sup> EYMARD-DUVERNAY François, *L'économie des conventions*, tome 1 (Débats), Paris, La découverte, coll. Essais et Recherches, 2006, p. 18

<sup>268</sup> Ibid. p. 20

<sup>269</sup> FAUJAS Alain, 10 Décembre 2009, « La dégradation de la note de la dette publique grecque inquiète les marchés », *LeMonde.fr.*, en ligne, [http://www.lemonde.fr/economie/article/2009/12/09/la-degradation-de-la-note-de-la-dette-publique-grecque-inquiete-les-marches\\_1277971\\_3234.html](http://www.lemonde.fr/economie/article/2009/12/09/la-degradation-de-la-note-de-la-dette-publique-grecque-inquiete-les-marches_1277971_3234.html)

<sup>270</sup> Anonyme, 3 Mai 2010, « Grèce : une aide de 110 milliards d'euros en échange de grands sacrifices », *LaTribune.fr.*, en ligne, <http://www.latribune.fr/actualites/economie/international/20100429trib000503964/grece-une-aide-de-110-milliards-d-euros-en-echange-de-grands-sacrifices.html>



fortement impliquées, concernera donc la détérioration de la solvabilité des pays industrialisés à commencer par ceux dont les comptes publics sont les plus fragiles.

## Liste des Acronymes

ADEF : Agence française d'évaluation financière

AMF : Autorité des marchés financiers

ABS : *Asset backed securities*

BRI : Banques des règlements internationaux

CEVM : Comité européen des valeurs mobilières

CDS : *Credit default swaps*

COFACE : Compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur

EC : Economie des conventions

FMI : Fond monétaire international

FED : *Federal reserve system*

MBS : *Mortgage backed securities*

NRSRO : *Nationally recognized statistical rating organization*

OCDE: Organisation du coopération et de développement économique

OPEP: Organisation des pays exportateurs de pétrole

SEC : *Security exchange commission*

SME : Système monétaire européen

SPV : *Special purpose vehicle*

TARP : *Troubled asset relief program*

# Index

- A**
- Adef ..... 21  
agences de notation financière ..... 7  
*Alan Greenspan* ..... 35  
*André Orléan* ..... 11, 67, 73, 75  
*Angela Merkel* ..... 49
- B**
- bouc-émissaire ..... 14, 18, 33, 48, 49, 50, 51, 52, 114, 120  
*Bruno Latour* ..... 99
- C**
- Catherine Gerst* ..... 7, 11, 21  
*Clément Rosset* ..... 15, 78, 84, 85  
Coface ..... 91, 115  
cognition limitée ..... 101  
comité de Bâle ..... 14, 31, 32, 70, 92  
comité de notation ..... 25, 59, 60, 89, 93  
*common knowledge* ..... 66, 101  
convention 9, 10, 13, 15, 61, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 75, 76, 78, 82, 83, 86, 98, 101, 119
- D**
- Daniel Karyotis* ..... 8  
*David K. Lewis* ..... 101  
*Denis Groven* ..... 7, 11, 21  
désintermédiation financière ..... 24, 29
- E**
- Enron ..... 40  
Etats-Unis ..... 19, 22, 23, 28, 30, 34, 37, 38, 42, 45, 81, 92, 93, 95, 96, 108
- F**
- F.D. Roosevelt* ..... 78  
Fitch Ratings ..... 21, 22, 55, 107  
*Franck Bessis* ..... 69  
*François Eymard-Duvernay* ..... 9, 68  
Freddie Mac ..... 79  
*Frédéric Lordon* ..... 67
- G**
- George Soros* ..... 53, 54  
Ginnie Mae ..... 79
- H**
- H. Peyton Young* ..... 74  
hedge funds ..... 53  
*Henry Poor* ..... 19, 20, 45
- J**
- Jacques Attali* ..... 34  
*Jean-Paul Fitoussi* ..... 34  
*Jean-Pierre Dupuy* ..... 76, 101  
*John Moody* ..... 19, 45  
journalisme financier ..... 18, 19, 56
- K**
- Keynes* ..... 65, 72
- L**
- l'Union Européenne ..... 92, 96  
Lehman Brothers ..... 37  
logique auto-référentielle ..... 73
- M**
- Marcel Gauchet* ..... 100  
*Mary Douglas* ..... 67  
Michel Aglietta ..... 80, 90, 115  
Moody's 14, 20, 22, 24, 27, 28, 30, 32, 43, 55, 56, 60, 107, 112
- N**
- Nicolas Sarkozy* ..... 42, 49  
*Norbert Gaillard* ..... 22, 90  
NRSRO ..... 30, 31, 55
- O**
- oligopole. 16, 54, 55, 56, 87, 88, 91, 92, 93
- P**
- Parmalat ..... 40

*Paul Krugman* ..... 35, 52  
*Paul Volker* ..... 34  
Penn Central Transportation Company .. 21  
*Philippe Batifoulier* ..... 66

## R

régulation . 8, 10, 13, 14, 16, 21, 24, 30, 31,  
32, 39, 50, 68, 71, 76, 77, 87, 92, 93, 94,  
96, 100, 116  
*René Girard*..... 14, 15, 49, 51  
risque de crédit ..... 44, 45  
risque de marché..... 44  
risque souverain..... 26

## S

saillance ..... 75, 78, 81, 82, 83, 84  
SEC..... 30, 31, 55, 70, 81, 95, 113, 115

Standard and Poor's . 14, 20, 21, 22, 30, 40,  
43, 107, 112  
subprimes... 7, 33, 35, 41, 42, 58, 109, 112,  
114

## T

théorie des conventions ... 9, 11, 12, 62, 63,  
65, 73, 82  
Théorie du choix rationnel ..... 101  
*Thomas Schelling* ..... 83  
titrisation 23, 34, 36, 58, 78, 79, 80, 82, 84,  
95, 118

## V

*Vladimir Poutine* ..... 91

## W

Wall Street ..... 30, 55

# Bibliographie

## SOURCES :

### Sites Internet consultés

- Moody's : [www.moodys.com](http://www.moodys.com) (agence de notation)
- Standard and Poor's : [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (agence de notation)
- Alternatives économiques : [www.alternatives-economiques.fr](http://www.alternatives-economiques.fr) (revue économique en ligne)
- CRDP Montpellier : [www.crdp-montpellier.fr](http://www.crdp-montpellier.fr) (Centre régional de documentation pédagogique)
- Lexinter : [www.lexinter.net](http://www.lexinter.net) (site de définitions de termes économiques et juridiques)

### Agences de notation - Rapports et documents officiels

- (rapports évoquant les agences de notation)
  - ARTUS Patrick, BETBEZE Jean-Paul, BOISSIEU (de) Christian, CAPELLE-BLANCARD Gunther, La crise des *subprimes*, La Documentation française, Rapport, 2008, 284 p.
  - BANQUE DE France, A propos des turbulences financières, *Débats économiques* n°4, Février 2008, 7 p.
  - CONSEIL D'ORIENTATION POUR L'EMPLOI, Eléments sur la crise économique et la situation de l'emploi en France, Paris, Mai 2009, 21 p.
  - ESME (European Security Expert Market Group), Role of Credit Rating Agencies – Report to the European Commission, Bruxelles, Juin 2008, 36 p.
  - FONDATION ROBERT SCHUMAN (JOANNIN Pascal dir.), L'Europe face à la crise financière, *Questions d'Europe* n°89, 18 Février 2008, 17 p.
  - RICOL René, Rapport sur la crise financière – Mission confiée par le Président de la République française, Septembre 2008, 166 p.
- (rapports ou textes évoquant uniquement les agences)

- AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, Rapport 2008 de l'AMF sur les agences de notation, Paris, Janvier 2009, 81 p.
- PAQUET Joëlle, Turbulences sur les marchés financiers : l'influence des agences de notation de crédit, ENA Québec, Septembre 2009, 18 p.
- PIQUEMAL Alain, Les Agences de notation en question, Quatrièmes journées internationales de Droit bancaire et financier, AEDBF Monaco, 28 Novembre 2008, 35 p.
- REVAULT Pascal, Les agences de notation financière – le B.A-BA du AAA, Centre de ressources en économie et gestion, Versailles, 9 décembre 2009, 14 p.
- SEC (Securities and Exchange Commission), Summary report of issues identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, New York, Juillet 2008, 39 p.
- UNION EUROPEENE, Proposition de Règlement du Parlement Européen et du Conseil – Sur les agences de notation de crédit, Bruxelles, 12 Novembre 2008, 46 p.
- UNION EUROPEENE, Journal Officiel, L 302, Bruxelles, 52ème année, 17 Novembre 2009, 123 p.

## Articles de presse en ligne (par ordre chronologique)

- (Anonyme), 22 Février 2004, « Développement durable – les acteurs de la notation », *Le journal du net*, en ligne, <http://www.journaldunet.com/management/dossiers/040226devdurable/rating.shtml>
- CHAVAGNEUX Christian, « Les boucs-émissaires de la débâcle financière », *Alternatives Economiques*, Octobre 2007, n°262. (commandé en ligne)
- LEROY Sébastien, 12 juillet 2007, « Concilier croissance et qualité », *Agefihebdo*, en ligne, <http://www.agefi.fr/articles/Concilier-croissance-et-qualite-1016438.html>
- TARTY Julien, Hebdomadaire du 20 au 26 décembre 2007 n° 1413, « Accusé, levez-vous ! », *Le Nouvel Economiste*, en ligne, <http://www.nouveleconomiste.fr/DOSSIER1413.pdf>

- (Anonyme), 17 janvier 2008, « Crise du *subprime* : quel rôle ont joué les agences de notation ? », *Sicavonline-avenir finance*, en ligne, [http://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=m\\_actu&ida=191580](http://www.sicavonline.fr/index.cfm?action=m_actu&ida=191580)
- DUMARAIS Bertrand, FROUTE Philippe, « Le droit, les agences de notation et la crise du crédit », Hors-série, *Revue d'économie financière et Risques*, 73-74, 2008, en ligne, [http://www.google.fr/#hl=fr&q=le+droit+les+agences+de+notation+et+la+crise+du+cr%C3%A9dit&meta=&aq=f&aqi=&aql=&oq=&gs\\_rfai=&fp=b56060de50ea3d36](http://www.google.fr/#hl=fr&q=le+droit+les+agences+de+notation+et+la+crise+du+cr%C3%A9dit&meta=&aq=f&aqi=&aql=&oq=&gs_rfai=&fp=b56060de50ea3d36) )
- BRONNEC Thomas, 25 avril 2008, « Sarkozy fait des agences de notation un bouc-émissaire », *L'Express.fr*, en ligne, [http://www.lexpress.fr/actualite/economie/sarkozy-fait-des-agences-de-notation-un-bouc-emissaire\\_472370.html](http://www.lexpress.fr/actualite/economie/sarkozy-fait-des-agences-de-notation-un-bouc-emissaire_472370.html)
- LETHE Mathieu, 9 juillet 2008, « La responsabilité des agences de notation dans la crise des *subprimes* », *Trends.be*, en ligne, <http://trends.rnews.be/fr/economie/actualite/banque-et-finance/la-responsabilite-des-agences-de-notation-dans-la-crise-des-subprimes/article-1194641933182.htm>
- VUILLEMEY Guillaume, 16 juillet 2008, « Faut-il davantage réguler les agences de notation ? », *Institutmolinari.org*, en ligne, <http://www.institutmolinari.org/spip.php?article151>
- STUDER Elisabeth, 8 août 2009, « Allemagne, 1<sup>ère</sup> agence de notation financière » (dépêche AFP), *Le blog finance*, en ligne, <http://www.leblogfinance.com/2009/08/alle-magne-1ere-agence-de-notation-financi%C3%A8re-.html>
- (Anonyme), 30 Aout 2008, « *Subprime*, Merkel critique les Agences de notation », *Challenges.fr*, en ligne, [http://www.challenges.fr/actualites/entreprises/20070830.CHA9647/subprime\\_merkel\\_critique\\_les\\_agences\\_de\\_notation.html](http://www.challenges.fr/actualites/entreprises/20070830.CHA9647/subprime_merkel_critique_les_agences_de_notation.html)
- GAILLARD, Norbert, Novembre-Décembre 2008, « Les agences de notation au cœur su système financier... et des critiques ». *Questions internationales* n°34, en ligne, [http://www.ladocumentationfrancaise.fr/catalogue/3303331600343/3303331600343\\_EX.pdf](http://www.ladocumentationfrancaise.fr/catalogue/3303331600343/3303331600343_EX.pdf)
- FREMONT Alexis, 27 décembre 2008, « Les agences de notation et la crise financière », *Respublicanova.fr*, en ligne, <http://www.respublicanova.fr/spip.php?article481>

- LE BARS Benoit, 27 Janvier 2009, « Les agences de notation : boucs émissaires de la crise financière ou premiers instruments de passage à l'économie durable », *Hammonds Haussman – La Revue*, en ligne, [http://larevue.hammonds.fr/Les-agences-de-notation-boucs-emissaires-de-la-crise-financiere-ou-premiers-instruments-de-passage-a-l-economie-durable\\_a835.html](http://larevue.hammonds.fr/Les-agences-de-notation-boucs-emissaires-de-la-crise-financiere-ou-premiers-instruments-de-passage-a-l-economie-durable_a835.html)
- (Anonyme), 9 Février 2009, « La Russie doit avoir ses propres agences de notation selon Poutine », *LePoint.fr*, en ligne, <http://www.lepoint.fr/actualites-economie/2009-02-09/la-russie-doit-avoir-ses-propres-agences-de-notation-selon/916/0/315356>
- DENIS Annie, 2 Avril 2009, « Banques centrales, agences de notation : Michel Aglietta prône un changement radical de doctrine », *Les Echos*, en ligne, <http://www.lesechos.fr/info/france/4849596-banques-centrales--agences-de-notation---michel-aglietta-prone-un-changement-radical-de-doctrine.htm>
- TOUATI Marc, 2 Juin 2009, « Les agences de notation notées DDD », *CFO-News (quotidien de la communauté de la finance opérationnelle)*, en ligne, [http://www.cfo-news.com/Les-agences-de-notation-notees-DDD\\_a10635.html](http://www.cfo-news.com/Les-agences-de-notation-notees-DDD_a10635.html)
- LE GALL Yvon, 19 juin 2009, « Coface secoue le marché des agences de notation », *Le Figaro*, en ligne, <http://www.lefigaro.fr/societes/2009/06/20/04015-20090620ARTFIG00204-coface-secoue-le-marche-des-agencesde-notation-.php>
- « BLOG » DIOGENE, 11 aout 2009, « Agences de notation : rien n'a été fait – L'irresponsabilité et le conflit d'intérêt restent la norme », en ligne, <http://www.slate.fr/story/9081/agences-de-notation-rien-na-ete-fait>
- STUDER Elisabeth, 8 aout 2009, « Allemagne, 1<sup>ère</sup> agence de notation financière » (dépêche AFP), *Le blog finance*, en ligne, <http://www.leblogfinance.com/2009/08/allemande-1ere-agence-de-notation-financi%C3%A8re-.html>
- (Anonyme), 18 Septembre 2009, « La SEC veut réguler les agences de notation », *L'Expansion.com*, en ligne, [http://www.lexpansion.com/economie/actualite-economique/la-sec-veut-reguler-les-agences-de-notation\\_200495.html](http://www.lexpansion.com/economie/actualite-economique/la-sec-veut-reguler-les-agences-de-notation_200495.html)
- FAUJAS Alain, 10 Décembre 2009, « La dégradation de la note de la dette publique grecque inquiète les marchés », *LeMonde.fr*, en ligne, [http://www.lemonde.fr/economie/article/2009/12/09/la-degradation-de-la-note-de-la-dette-publique-grecque-inquiete-les-marches\\_1277971\\_3234.html](http://www.lemonde.fr/economie/article/2009/12/09/la-degradation-de-la-note-de-la-dette-publique-grecque-inquiete-les-marches_1277971_3234.html)



- IVORRA Pierre, 15 Décembre 2009, « Les fausses notes des agences de notation », *L'Humanité*, en ligne, [http://www.humanite.fr/2009-12-15\\_Politique--Social-Economie\\_Les-fausses-notes-des-agences-de-notation](http://www.humanite.fr/2009-12-15_Politique--Social-Economie_Les-fausses-notes-des-agences-de-notation)
- ANTONIN Céline, 15 Décembre 2009, « La dette souveraine française et les agences de notation : la France en sursis ? », *OFCE.sciences-po.fr*, en ligne, <http://www.ofce.sciences-po.fr/clair&net/clair&net-72.htm>
- VARNIER Guillaume, 16 Décembre 2009, « La dette de la Grèce, les agences de notation et la France », *iFRAP.org – Le think tank de la société civile*, en ligne, <http://www.ifrap.org/La-dette-de-la-Grece-les-agences-de-notation-et-la-France,11450.html>
- FITOUSSI Jean-Paul, 4 Janvier 2010, « Après la crise, un conte parfaitement immoral », *Le Monde*, en ligne, <http://www.cercle-du-barreau.org/archive/2010/01/05/j-p-fitoussi-un-conte-parfaitement-immoral.html>
- ORDONNEAU Pascal, 11 janvier 2010, « Les agences de notation sont-elles illégitimes et inefficaces ? », *Lesechos.fr*, en ligne, <http://www.les-cercles.fr/economie/economie-societe/conjoncture/1441-les-agences-de-notation-sont-elles-illegitimes-et-inefficaces>
- VENDIN Eric, 1<sup>er</sup> Mars 2010, « Activités et régulation des agences de notation : le modèle actuel des agences de notation est remis en cause par la crise », *Banque de France*, en ligne, <http://www.news-banques.com/activites-et-regulation-des-agences-de-notation-le-modele-actuel-des-agences-de-notation-est-remis-en-cause-par-la-crise/012119200/>
- (Anonyme), 3 Mai 2010, « Grèce : une aide de 110 milliards d'euros en échange de grands sacrifices », *LaTribune.fr*, en ligne, <http://www.latribune.fr/actualites/economie/international/20100429trib000503964/grece-une-aide-de-110-milliards-d-euros-en-echange-de-grands-sacrifices.html>

## TRAVAUX :

### Manuels

- LAUTHIER Delphine, SIMON Yves, *Les 100 mots des marchés dérivés*, Paris, PUF, Que sais-je, 2009, 127 p

### Système économique international - crise économique - ouvrages généraux

- ARTUS Patrick, PASTRE Olivier, *Sorties de crise, ce qu'on ne nous dit pas, ce qui nous attend*, Paris, Perrin, 2009, 330 p
- ATTALI Jacques, *La crise, et après ?*, Paris, Fayard, 2008, 209 p.
- ATTALI Jacques, *Survivre aux crises*, Paris, Fayard, 2009, 291 p.
- DOCKES Pierre, LORENZI Jean-Hervé (dir.), *Fin de monde ou sortie de crise*, Paris, Le Cercle des économistes- Tempus, 2009, 379 p.
- JACQUILLAT Bertrand, *1929-2009 : Récession(s), Rupture(s), Dépression(s)*, Paris, Le Cercle des économistes – PUF « Descartes et Cie », 2009, 159 p.
- KRUGMAN Paul, *Pourquoi les crises reviennent toujours*, Paris, Seuil, 2008, 201 p
- PEYRELEVADE Jean, *Le capitalisme total*, Paris, Seuil collection « La République des idées », 2005, 96 p.

### Agences de notation - ouvrages

- GAILLAD Norbert, *les agences de notation*, Paris, Repères – La Découverte, 2010, 126 p.
- GERST Catherine, GROVEN Denis, *To B or not to B – Le pouvoir des agences de notation en question*, Paris, Pearson Education France (coll. Village mondial), 2004, 190 p.

- KARYOTIS Daniel, *La notation financière – Une nouvelle approche du risque*, Paris, La revue banque éditeur, 1995, 191 p.
- PAGET-BLANC Eric, PAINVIN Nicolas, *La Notation financière*, Paris, Dunod, 2007, 292 p.
- POLIGNAC (de) Jeanne-Françoise, *La notation financières – L’approche du risque de crédit*, Paris, Revue Banque Edition, 2002, 127 p.

## Agences de notation - titrisation - articles

- AGLIETTA Michel, « Comprendre la crise du crédit structuré », *Lettre du CEPII*, n°275 – Février 2008 4 p.
- RAIMBOURG François, « les enjeux de la notation financière », *Revue française de gestion*, 2003/6, n°147, pp. 67-76

## Sociologie des conventions - Sociologie de l’économie – ouvrages

- BATIFOULIER Philippe (dir.), *Théorie des conventions*, Paris, Economica, 2001, 328 p.
- BOLTANSKI Luc, THEVENOT Laurent (dir.), *De la justification : les économies de la grandeur*, Paris, Gallimard, coll. NRF-Essais, 1991, 483 p.
- EYMARD-DUVERNAY François, *L’économie des conventions*, tome 1 (Débats), Paris, La découverte, coll. Essais et Recherches, 2006, 334 p.
- EYMARD-DUVERNAY François, *L’économie des conventions*, tome 2 (Développements), Paris, La découverte, coll. Essais et Recherches, 2006, 481 p.
- ORLEAN André, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999, 275 p.
- ORLEAN André (dir.), *Analyse économique des conventions*, Paris, PUF Quadrige, 2004, 432 p.
- STEINER Philippe, VATIN François, *Traité de sociologie économique*, Paris, PUF Quadrige, 2009, 800 p.

## Sociologie des conventions - Sociologie de l'économie – articles

- BESSIS Franck, CHASERANT Camille, FAVEREAU Olivier, THEVENON Olivier, « L'identité sociale de l'homo conventionalis », pp. 181-197, *in*, EYMARD-DUVERNAY François (dir.), *L'économie des conventions*, tome 1, Paris, La découverte, coll. Essais et Recherches, 2006, 334 p.
- DUPUY Jean-Pierre, EYMARD-DUVERNAY François, FAVEREAU Olivier, ORLEAN André, SALAIS Robert, THEVENOT Laurent, « Introduction », *Revue Economique*, vol. 40 n°2, 1989, pp. 141-146
- DUPUY Jean-Pierre, « Convention et Common knowledge », *Revue Economique*, vol. 40 n°2, 1989, pp. 361-400
- EYMARD-DUVERNAY François, FAVEREAU Olivier, ORLEAN André, SALAIS Robert, THEVENOT Laurent, « Valeurs, coordination et rationalité. L'économie des conventions ou le temps de la réunification dans les sciences économiques, sociales et politiques », [www.pse.ens.fr](http://www.pse.ens.fr), en ligne, Octobre 2003, n° 111203, 17 p.
- FAVEREAU Olivier, « L'économie des conventions, politique d'un programme de recherche en sciences sociales », *Actuel Marx*, 1995, n°17, premier semestre, pp. 103-111
- ORLEAN André, « Pour une approche cognitive des conventions économiques », *Revue Economique*, vol. 40 n°2, 1989, pp. 241-272
- RAVEAUD Gilles, « L'économie des conventions : théorie pragmatique ou méthode radicale ? », Documents de travail série règles, Institutions, Conventions, [www.idhe.ens-cachan.fr](http://www.idhe.ens-cachan.fr), en ligne, Avril 2005, n° 05-03, 13 p.
- THEVENOT Laurent, « Equilibre et rationalité dans un univers complexe », *Revue Economique*, vol. 40 n°2, 1989, pp. 147-198
- YOUNG Peyton, “The Economics of convention”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, n°2, Printemps 1996, pp. 105-122.

## Anthropologie – Philosophie

- GAUCHET Marcel, *L'avènement de la démocratie* (tome 2 – la crise du libéralisme), Paris, Gallimard, coll. Bibliothèque des Sciences Humaines, 2007, 312 p.
- GIRARD René, *La violence et le sacré*, Paris, Hachette Littérature 1998, 1972, 486 p.
- GIRARD René, *Le bouc-émissaire*, Paris, Poche, 1986, 313 p.
- GIRARD René, *Je vois Satan tomber comme l'éclair*, Paris, Poche, 2001, 254 p.
- GIRARD René, *La voix méconnue du réel*, Paris, Grasset, 2002, 304 p.
- GIRARD René, *Les origines de la culture*, Paris, Hachette Littérature, 2004, 280 p.
- LATOUR Bruno, *Nous n'avons jamais été modernes*, Paris, La découverte, 1991, 210 p.
- ROSSET Clément, *Le Réel et son double*, Paris, Gallimard, 1976, 129 p.
- ROSSET Clément, *L'objet singulier*, Paris, Editions de Minuit, 1979, 111 p.
- ROSSET Clément, *Fantasmagories*, Paris, Editions de Minuit, 2006, 108 p.

# Table des matières

<b>INTRODUCTION</b>	<b>7</b>
A) La Notation financière – les agences de notation	7
B) La théorie des conventions	9
C) Notation financière – Conventions ; traitement du sujet - état de la question	11
D) Problématique et questionnements	12
E) Plan du mémoire	14
<b>PARTIE I : LA NOTATION FINANCIERE DANS LA TOURMENTE</b>	<b>17</b>
<b>CHAPITRE I. LES AGENCES DE NOTATION – UNE INSTITUTION ATYPIQUE AU CŒUR DES MARCHES</b>	<b>19</b>
I) Du journalisme financier aux agences de notation	19
A) Les précurseurs – John Moody et Henry Poor	19
B) Croissance et internationalisation de la notation	21
C) Principes fondamentaux de l’activité	23
II) Les agences aujourd’hui – acteurs et régulateurs de la désintermédiation financière	24
A) Décerner une note	25
a) Le processus d’élaboration	25
b) Les entités notées	26
c) Les échelles de notation	28
B) Les agences, des acteurs de la désintermédiation financière	29
C) Les agences, des acteurs de la régulation financière	30
a) Le statut « NRSRO »	30
b) La régulation internationale – le comité de Bâle	31
<b>CHAPITRE II. NOTATION ET CRISE FINANCIERE – REPROCHES LEGITIMES ET PROCES INJUSTES</b>	<b>33</b>
I) Crise des <i>subprimes</i> – Panique sur les marchés (2007-2009)	33
A) L’économie de l’endettement	34
B) Premiers « défauts » et retournements	36
C) La transmission à l’économie réelle	37
II) Depuis l’été 2007 – Regain de suspicion envers la notation	39
A) Les premières interrogations à l’encontre de la notation	39
B) Les <i>subprimes</i> et la notation – décotes et « pro-cyclicité »	41
C) La notation – Une opinion fragile entre risque de crédit, risque de marchés et incertitudes	43
a) La note comme opinion	44
b) Notation et communication	46
<b>CHAPITRE III. LA NOTATION : UNE VICTIME EXPIATOIRE IDEALE</b>	<b>48</b>
<i>Crises et mécanisme victimaire – le bouc-émissaire au service d’un collectif en perte</i>	<b>48</b>
I) Le monde de la finance et la crainte du complot	52
	121

II ) La dimension oligopolistique de la notation	54
III ) Les conflits d'intérêts	57
IV ) Le comité de notation	59
<b>PARTIE II : FORCES ET FAIBLESSES D'UNE CONVENTION</b>	<b>61</b>
<b>CHAPITRE IV. NOTATION – FONCTIONNEMENT D'UNE CONVENTION</b>	<b>63</b>
I ) Les limites de « l'économie de l'information » - le recours aux conventions	64
A) Une coordination problématique	64
B) La construction de la convention	65
C) Marchés et conventions	67
II ) Conventions et notation financière	68
A) L'homo conventionalis	69
B) Notation et convention : une institution entre offre et demande d'épargne	70
C) La convention : une influence sur les comportements	71
III ) La notation comme convention sous-optimale	72
A) La notation – Une contagion mimétique, une « prophétie auto-réalisatrice »	72
B) Notation et retournement des marchés	74
C) La notation – une convention en crise	76
<b>CHAPITRE V. NOTATION – LA PUISSANCE D'UNE ILLUSION ?</b>	<b>78</b>
I ) Un exemple de complexification des marchés financiers : la titrisation	78
A) Principes d'une « innovation financière » majeure	78
B) Sophistications et défaillances du crédit structuré	79
II ) Notation et « saillance » : la puissance d'une représentation	82
III ) La notation et son « double »	84
<b>CHAPITRE VI. LE DEVENIR DE LA NOTATION – DU STATU QUO A LA SUPPRESSION DES AGENCES ?</b>	<b>87</b>
I ) Le marché au secours de la notation	87
II ) La note, un « bien public » ? monopoles, nationalisation, suppression de la notation ?	90
III ) Le retour du régulateur : réformer un oligopole	92
A) Un réveil du régulateur ?	92
B) Les actions entreprises	94
a) L'Union européenne	94
b) Les Etats-Unis	95
c) La France	96
<b>CONCLUSION</b>	<b>97</b>
A) Résultats de la recherche	97
B) Mise en perspective	99
a) La note, un « Dieu barré » ?	99
b) La notation financière, illustration d'un monde en « auto-institution »	99
C) Apports et limites des cadres théoriques choisis	100
a) La théorie du bouc-émissaire	100
b) La théorie des conventions	101
	122

D) Evolutions récentes de la notation financière : la crise en Europe du Sud	102
<b>LISTE DES ACRONYMES</b>	<b>104</b>
<b>INDEX</b>	<b>105</b>
<b>ANNEXES</b>	<b>107</b>
<b>Annexe n°1 : les échelles de notation (Standard and Poor's / Fitch Ratings / Moody's)</b>	<b>107</b>
<b>Annexe n°2 : Evolution du prix de l'immobilier aux Etats-Unis</b>	<b>108</b>
<b>Annexe n°3 : Taux des défaut des ménages américains (crédits <i>subprimes</i>)</b>	<b>109</b>
<b>Annexe n°4 : Crise et transmission à l'économie « réelle » - la contraction du crédit</b>	<b>110</b>
<b>Annexe n°5 : Ralentissement du commerce mondial</b>	<b>111</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b>	<b>112</b>
<b>SOURCES :</b>	<b>112</b>
Sites Internet consultés	112
Agences de notation - Rapports et documents officiels	112
Articles de presse en ligne (par ordre chronologique)	113
<b>TRAVAUX :</b>	<b>117</b>
Manuels	117
Système économique international - crise économique - ouvrages généraux	117
Agences de notation - ouvrages	117
Agences de notation - titrisation - articles	118
Sociologie des conventions - Sociologie de l'économie – ouvrages	118
Sociologie des conventions - Sociologie de l'économie – articles	119
Anthropologie – Philosophie	119
<b>TABLE DES MATIERES</b>	<b>121</b>