

LES DESSOUS  
DU TRIPLE A  
- AGENCES  
DE NOTATION :  
RÉCIT  
DE L'INTÉRIEUR

À propos de l'ouvrage  
de Samuel Didier et  
Nicolas Weill, *Les des-  
sous du triple A -  
Agences de notation :  
récit de l'intérieur*,  
Omniscience, 2012.

LES AGENCES  
DE NOTATION  
ET LE « COMPLEXE  
DE JONAS »

L'ouvrage de Samuel Didier (nom de plume pris par un cadre supérieur d'une agence de notation) et de Nicolas Weill (journaliste) débute en évoquant le Livre de Jonas, dans la Bible.

Rappelons-en les grandes lignes. Dieu somme Jonas de se rendre à Ninive, la capitale de l'Empire assyrien, pour avertir ses habitants de sa destruction imminente, si ces derniers persistent dans leur vie de péché. Jonas tente tout d'abord d'échapper à sa mission (ce qui lui vaudra de séjourner dans le ventre d'un gros poisson), pour finalement s'en acquitter : il annonce la prophétie à la population de Ninive, puis se retire sur une colline surplombant la ville pour attendre que la colère divine s'abatte sur la cité pécheresse. Mais les habitants de Ninive décident de jeuner et de se repentir. À la grande surprise de Jonas, Dieu décide d'épargner la ville, puisque ses habitants se détournent de leurs conduites coupables et se tournent vers Dieu. Jonas est alors furieux de voir que sa prophétie ne se réalise pas, même si c'est son énonciation qui a conduit au repentir de la population.

Les auteurs qualifient de « complexe de Jonas » (page 6) ce para-

doxe d'une prophétie « *condamnée à être démentie lorsqu'elle est entendue, et réalisée lorsqu'elle est tue* » (page 7).

À leurs yeux, les agences de notation sont confrontées au même dilemme : remplir leur fonction de prophète, au risque d'avoir tort (c'est-à-dire, par exemple, ne pas hésiter à dégrader des États jusqu'alors bien notés), mais en déclenchant une réaction vertueuse, ou bien ne pas assumer leur fonction de prophète au risque de trahir ce qui est leur raison d'être ?

LE MARCHÉ DES PROMESSES

Les agences de notation interviennent sur un marché étrange, à savoir celui des promesses faites par des emprunteurs (on les appelle des émetteurs) de rembourser les sommes qu'ils ont empruntées auprès de prêteurs. Dans ce marché de la promesse entre agents économiques, le rôle des agences de notation consiste à évaluer le risque que l'émetteur ne tienne pas sa promesse, c'est-à-dire le risque qu'il ne rembourse pas les sommes empruntées lorsqu'arrive l'échéance. Ce rôle prend de l'importance dès lors que ces promesses ne se font plus de façon bilatérale entre deux acteurs. En effet, les émetteurs (par exemple, lorsqu'ils émettent des obligations) s'adressent à de multiples prêteurs. Ces derniers n'ont pas forcément les moyens et/ou les compétences leur permettant de bien mesurer le risque auquel ils s'exposent. L'avis d'un tiers – une agence de notation – s'avère alors précieux.

Comme ce marché de la dette s'est développé plus tôt aux États-Unis que dans le reste du monde, il en résulte que les acteurs majeurs de la notation sont américains. Ainsi, dès 1868, face à l'ampleur de l'appel à l'épargne lancé pour financer les chemins de fer américains, sont publiés les « *Poor's Manuals of the Railroads of the United States* ». Il s'agit à l'origine d'annales qui four-

nissent des statistiques sur l'activité des sociétés de chemin de fer. Ces annales évolueront dès 1909 vers des notes proches du format que l'on connaît aujourd'hui. Jusqu'en 1945, en Europe, le marché de la dette est majoritairement celui de la dette d'États, qui prend la forme de bons du Trésor considérés comme exempts de tout risque, ce qui réduit le besoin de notation et retarde, par conséquent, l'émergence d'une agence européenne *ad hoc*.

Aujourd'hui, la notation recouvre trois grandes catégories : la notation *souveraine* évalue la capacité des États à tenir leurs engagements ; la notation *corporate* fait de même pour les entreprises. Notations *souveraine* et *corporate* correspondent à l'activité de notation dite *fondamentale*, car elles portent sur des émetteurs qui, d'une part, ont une certaine cohérence et une certaine unité stratégique et qui, d'autre part, existent indépendamment de la notation.

À côté de cette notation *fondamentale*, il y a une troisième catégorie, la notation des *financements structurés*. Ils correspondent à la création « d'entités *ad hoc* ». Leur notation, soulignent les auteurs, présente donc une différence avec la notation *fondamentale*. Il s'agit d'entités spécialement créées par l'ingénierie financière pour acquérir des actifs financés par une dette qui ne pourra être remboursée *que par ces seuls* actifs, contrairement à un État ou à une entreprise qui disposent d'actifs relevant d'activités plus larges. Or, cette caractéristique n'est pas anodine quant au rôle joué par la notation. Ainsi, « *dans l'univers corporate, par exemple, toute entreprise exerce une activité indépendante de sa note [...]. Dans la notation structurée, au contraire [...], les avis des agences sont intégrés aux structures elles-mêmes, qui n'existent que pour, et par la notation : les entités qui composent les financements structurés n'existent pas en dehors de leur note* » (p. 54).

## L'ESSOR DE LA TITRISATION ET L'IMPORTANCE ACCRUE DES AGENCES

Les financements structurés relèvent de la titrisation. Voici comment les auteurs en présentent le principe, et l'intérêt :

« Pour évacuer le risque de crédit, une entreprise dispose de deux techniques : l'affacturage et le refinancement (grâce à la titrisation). L'affacturage est un moyen grâce auquel on transforme des créances sur des clients – ou des traites – en argent, en les vendant à un affactureur avec une décote. C'est le prix du service rendu [...] Dans le cadre de la titrisation, l'entreprise vend, contre de l'argent, ses actifs à une entité ad hoc constituée pour l'occasion [...]. La décote correspond en partie aux coûts associés à la structure du véhicule : il faut éditer des prospectus, payer des avocats, des banquiers, fabriquer toute la technologie nécessaire à l'émission des obligations. Au fond, ces deux techniques portent de grandes similarités. [...] Mais d'où l'entité ad hoc et sans âme, qui n'existait pas auparavant – contrairement à l'affactureur – tire-t-elle son

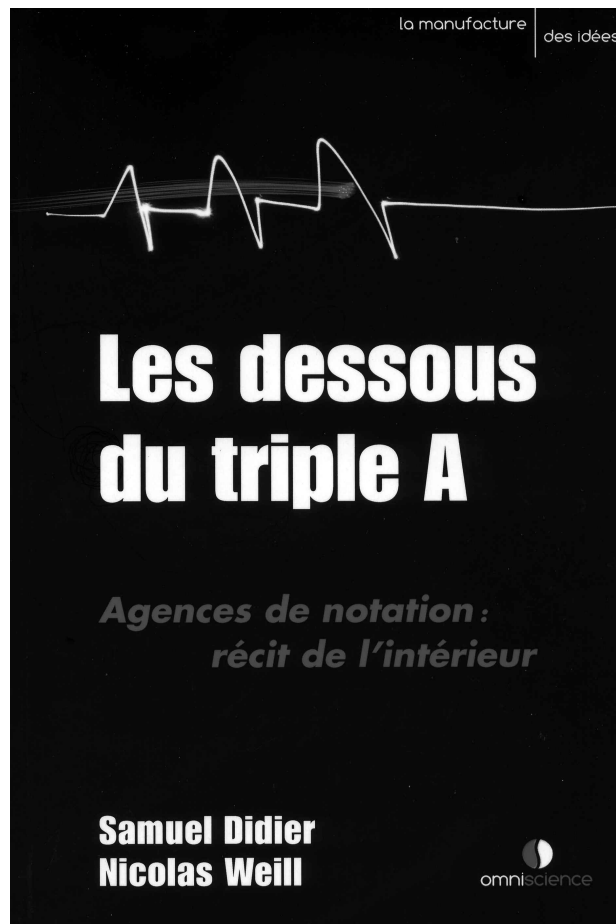
financement ? De l'émission d'emprunts ! [...] Dans un cas, il s'agit d'une vente de gré à gré, qui engage un nombre d'acteurs restreints et souvent locaux. Dans l'autre, il s'agit de la profondeur, virtuellement infinie, du marché mondial » (pp. 40 et 41).

Ce type de mécanisme n'est pas accessible à de petites entreprises. Mais en regroupant la dette de multiples petites structures (ou de particuliers), il devient possible d'atteindre une taille suffisante pour constituer une entité ad hoc :

« Désormais, le paysan de la Beauce ne pouvait-il pas être financé par le retraité épargnant japonais ? »

Une fois les titres émis sur le marché de la dette, ils peuvent être échangés facilement :

« Avec la titrisation, les idéologues de la liberté des marchés pensaient tenir la courroie de transmission parfaite qui allait faire décroître le



prix du financement et qui était dotée d'une efficacité maximale » (pp. 46 et 47).

Malheureusement, selon les auteurs, cette courroie de transmission, au lieu de favoriser la désintermédiation, a multiplié les intermédiaires, les frais et – surtout – les pertes d'informations et de maîtrise du risque, d'un maillon à l'autre de ladite courroie. Mais pour Samuel Didier et Nicolas Weill, ce n'est pas la titrisation en soi qui pose problème, mais les moyens et les institutions de la réglementation de la finance internationale.

## LE RÔLE DES AGENCES DANS LA CRISE ACTUELLE

La chronologie de la crise que nous traversons est désormais bien connue. Premier acte, la crise des financements structurés, plus connue sous l'appellation de crise des subprimes, suivie d'une crise bancaire, débouche sur une crise des dettes souveraines, avec la dégradation de la note de pays qui apparaissaient pourtant comme des plus solides (à l'instar de la France).

La notation des financements structurés par les agences de notation a contribué à ce phénomène. Des sociétés se sont tournées vers les agences de notation en leur demandant de se prononcer sur la note qu'elles attribueraient à une palette d'entités ad hoc. Ces sociétés, connues dans le jargon de la finance sous les noms d'« arrangeurs » ou de « structureurs », ont adapté la composition de ces entités ad hoc en fonction de la note maximale qu'il était possible d'obtenir auprès des agences.

Face à cet afflux, les agences de notation se sont retrouvées confrontées à trois difficultés.

Premièrement, les agences faisaient face à des produits très complexes dont elles n'avaient que peu d'expérience, et surtout sur lesquels elles avaient peu de données historiques pour pouvoir juger de leur profil de risque. Deuxièmement, si les agences disposaient des outils de mesure pour évaluer le risque intrinsèque d'un émetteur, elles en avaient beaucoup moins pour évaluer le risque d'un produit constitué d'émetteurs très nombreux, et tout petits. Les effets de corrélation entre les comportements de ces minuscules émetteurs étaient,

entre autres, difficiles à évaluer. Troisièmement, l'émission massive de titres notés « AAA » a contribué à modifier le risque même de ces titres dans une logique d'effet boomerang qui n'avait pas été correctement anticipée.

À ces facteurs d'ordre cognitif se sont ajoutés des facteurs d'ordre commercial.

« *Les arrangeurs allaient en effet faire leur marché, d'agence en agence, pour obtenir le meilleur pourcentage de triple A, en ne retenant que la (ou les) mieux disante(s) d'entre elles. C'est ce que l'on a appelé la pratique du rating shopping* » (p. 63).

Dans cette effervescence générale, l'activité de notation structurée des agences avait pris une importance fondamentale : elle alla jusqu'à représenter la moitié des revenus de ces agences (à égalité avec la notation fondamentale) (p. 82).

#### POURQUOI LES AGENCES DE NOTATION OCCUPENT-ELLES AUJOURD'HUI UNE TELLE PLACE DANS L'ÉCONOMIE ?

Les agences de notation jouent un rôle qui tient à la fois du rôle d'un média et de celui d'un régulateur privé. En tant que médias, les agences de notation partagent des caractéristiques communes avec les journaux. Comme les journaux, les agences émettent des opinions qui sont protégées dans le cadre des lois garantissant la liberté d'expression. Comme les journaux, les agences s'empressent de rendre leurs informations publiques au travers de communiqués de presse, car elles sont obsédées par les risques liés à la rétention d'information et à l'asymétrie dans l'information. Comme les journaux, les agences disposent d'une direction unique qui fait la synthèse entre deux logiques potentiellement porteuses de conflits d'intérêts : celle des équipes commerciales (qui démarchent les clients) et celle des équipes d'analystes (qui les notent). Cette proximité se

retrouve d'ailleurs dans leurs liens capitalistiques : Standard & Poor's est une filiale d'un grand groupe d'édition ; Moody's résulte d'une scission au sein de Dun & Bradstreet, un grand groupe d'information financière, et Hearts, un groupe de médias américain, est actuellement copropriétaire de l'agence de notation Fitch. Les auteurs soulignent d'ailleurs qu'il existe d'autres institutions, outre les agences et les médias, qui portent des jugements ou notent leurs clients, comme l'université par exemple. Les conflits d'intérêts sont donc inhérents à l'évaluation, tout l'enjeu consiste à les réguler. Mais les agences de notation remplissent en même temps le rôle de régulateurs privés. En Europe, comme aux États-Unis, la réglementation (le ratio Cooke, les accords de Bâle, par exemple) impose aux banques de ne pas prêter une partie déterminée de leurs fonds propres afin de bénéficier d'une marge de sécurité en cas de défaillance de leurs débiteurs. Pour calculer au plus juste le ratio de fonds propres à conserver en regard des prêts consentis, il faut pouvoir porter un jugement sur le risque des débiteurs : c'est à ce niveau qu'interviennent les agences de notation. En mesurant le niveau de risque en fonction des notes des agences, les réglementations ont fait de celles-ci des régulateurs privés.

« *En somme, les instances de régulation ont confié le boulot [du contrôle du risque] aux agences et l'ensemble des acteurs financiers s'est souvent contenté du service minimum, malgré la supériorité écrasante des moyens à leur disposition, face à quelques centaines d'analystes pour les plus grandes [de ces] agences* » (p. 93).

#### QUELLES PISTES D'ÉVOLUTION ?

Les auteurs proposent plusieurs pistes d'évolution. Premièrement, ils suggèrent de faire disparaître le rôle de régulateur privé, c'est-à-

dire d'organiser la « *déprescription* » (p. 97) des agences par les régulateurs. Il s'agirait de faire en sorte que les notes des agences ne constituent plus la mesure officiellement instituée du risque. Ce faisant, il s'agirait de favoriser la pluralité des analyses et des opinions : en quelque sorte, les agences se concentreraient uniquement sur leur rôle de médias.

Deuxièmement, les auteurs soulignent que deux voies existent pour sortir du quasi-monopole dont bénéficient les grandes agences. D'une part, s'offre la voie de la concurrence. Il s'agirait de créer plus de concurrence entre les organismes de notation (ce qui suppose au préalable leur « *déprescription* »). Dans cette logique, la réputation deviendrait l'enjeu clef. D'autre part, à l'inverse, on peut aller vers la création d'agences étatiques. Mais, dès lors, surgit le problème de l'indépendance de telles institutions, qui ne seraient guère crédibles dès lors qu'il s'agirait pour elles de noter les États dont elles relèvent. Dans les deux cas, la même question se pose : *qui* doit noter les agences de notation.

Troisièmement, les auteurs rappellent que d'autres institutions en dehors des agences pourraient jouer un rôle dans la mesure du risque des promesses de remboursement, comme, par exemple, les recherches universitaires ou des dispositifs de notation publique construits sur le modèle de Wikipédia.

#### EN CONCLUSION

Le sous-titre de cet ouvrage, « *Récit de l'intérieur* », peut laisser penser qu'il s'agit d'un récit ethnographique décrivant le quotidien d'un analyste d'une agence de notation.

Le lecteur qui cherche ce type de regard sera déçu.

En revanche, le lecteur qui veut comprendre les sources du rôle prépondérant que les agences de notation jouent aujourd'hui, ainsi que leur responsabilité dans la crise

économique, et trouver des pistes pour changer l'état des choses, y trouvera des analyses étayées et des propositions stimulantes.

Enfin, le chercheur en gestion, même non spécialiste de la finance, y découvrira un univers fécond en questionnements théoriques, que ce soit, par exemple, en matière de stratégie (comment créer plus de concurrence dans ce secteur), en matière de contrôle (comment réguler les conflits d'intérêts) ou en matière d'organisation (comment organiser la production d'un jugement – la fameuse note – sachant que celui-ci peut avoir des conséquences très importantes).

Par Thierry BOUDÈS

## L'ÉPOPÉE LOGAN

**À propos du livre de Bernard Jullien, Yannick Lung & Christophe Midler, *L'épopée Logan : Nouvelles trajectoires pour l'innovation*, (Préface de Carlos Ghosn), Dunod, 2012.**

Cet ouvrage nous promet un récit haut en couleurs (une « épopée »), mené par un chercheur en gestion à l'École Polytechnique et deux chercheurs en économie industrielle à l'Université de Bordeaux, tous trois de fins connaisseurs de l'automobile qui sont capables de prendre du recul pour en retirer des enseignements dépassant le seul cas de la Logan : le livre porte en effet sur rien de moins que la mondialisation de l'économie, la pertinence des politiques menées en Europe pour y faire face, et l'émergence ou non, après le fordisme et le toyotisme, d'un *loganisme*, nouveau modèle productif dont le véhicule électrique pourrait s'inspirer...

Disons d'emblée que ces promesses sont largement tenues, avec, en bonus, un véritable cours pratique de management, les

auteurs faisant jouer au fil du texte, au concret, sur cet exemple automobile médiatique qui peut parler à chacun, tous les ressorts du *marketing* stratégique, de la gestion de projet, du management de la conception innovante, de l'optimisation des systèmes de production et de logistique, des relations avec les fournisseurs, de la gestion des métiers...

S'agissant de mondialisation, les auteurs nous font vivre les spécificités socio-économiques et culturelles de pays aussi divers que la Roumanie, la Russie, le Brésil, la Colombie, l'Inde, l'Iran, le Maroc, où l'aventure de la Logan, puis, à partir de 2005, celle de ses rejets successifs, les Sandero, Duster et, à présent, Lodgy, se sont déployées, avec des succès variés.

Il est vrai que les trois auteurs présentent déjà de solides références sur la question de l'innovation et de l'automobile. B. Jullien est le directeur du Gerpisa, Réseau international de recherches sur l'automobile. Y. Lung a publié, avec B. Jullien, *Industrie automobile : la croisée des chemins* (La Documentation Française, 2001). C. Midler est l'auteur de *L'auto qui n'existait pas : management de projet et transformation de l'entreprise* (Interéditions, 1993) consacré au cas de la Twingo, et est le responsable de la chaire Management de l'innovation à l'École Polytechnique.

Renault leur a largement ouvert ses portes et leur a donné carte blanche. Ils ont pu ainsi interviewer plus de quarante acteurs clés de l'aventure Logan. Les interviews de L. Schweitzer, PDG de Renault, initiateur du projet Logan, de J-M Hurtiger, directeur du projet, et de G. Detourbet, directeur du programme « Entry » (entrée de gamme), dans lequel se décline la Logan, sont détaillées sous forme d'encadrés très vivants. De nombreuses données quantitatives étayent par ailleurs le propos, au-delà des anecdotes révélatrices et des détails techniques frappants. On trouve ainsi des chiffres qui ne sont pas assez connus sur la *success*

*story* de la Logan, cette offre nouvelle qui a révélé une importante demande latente : entre 1999 (année de lancement du projet) et 2011, la part des ventes de Renault hors Europe est passée de 11 à 47 %, dont la moitié repose à présent sur la gamme « Entry », qui est devenue, par ailleurs, la plus profitable du groupe. Mais Renault communique toujours peu sur ce succès : pour reprendre l'expression des auteurs, Logan est la Cendrillon dont les sœurs mises en avant sont les voitures de la gamme « premium », que l'on voudrait voir rattraper leurs concurrentes allemandes, mais qui n'y parviennent guère, jusqu'ici.

En fait, c'est dès la fin 2005 que L. Schweitzer avait lancé un plan de croissance à l'horizon 2015 mettant l'accent sur l'internationalisation hors-Europe. Pour cela, un des moyens possibles qui avait été identifié était de se doter d'une seconde marque bon marché, à l'instar de Volkswagen (avec Seat, puis Skoda). Mais le véritable déclic fondateur s'est fait à la fin 1997 quand L. Schweitzer a visité, en Russie, une concession Lada, une voiture vendue alors 6 000 dollars. Le cahier des charges, simple, qu'il s'est alors fixé pour la seconde marque était la réalisation, pour le même prix (devenu ensuite 5 000 euros), d'une voiture qui, contrairement à la Lada (qu'il juge « épouvantable »), serait « moderne » et « robuste ». En 1998, l'opportunité de racheter pour une bouchée de pain Dacia, en Roumanie, a donné corps au projet, Dacia se voyant confier la fabrication de la Logan.

Ce qu'il y a de fascinant, dans cette histoire, c'est le fait que pendant longtemps, chez Renault, seul L. Schweitzer a vraiment cru en la Logan. Il a dû mettre tout le monde au pied du mur en annonçant publiquement le projet comme un fait acquis. Le projet s'est finalement déroulé essentiellement aux marges de l'entreprise, ce qui, paradoxalement, l'a aidé. La Logan est ainsi un bon exemple de