

Les agences de notation, ces acteurs majeurs des marchés financiers.

Par Karine Chakir, Economiste

Nous pouvons régulièrement lire dans la presse des titres tels « L'agence de rating x a sorti la société y de la catégorie des junk bonds ». Quelle est la signification de cette notation ? Quelles sont les conséquences de cette appréciation pour la société concernée ?

Pour répondre à cette question, il convient de présenter ces acteurs très particuliers des marchés financiers que sont les agences de notation financière. Nous analyserons leurs apports et influence, sans ignorer leurs limites.

I – Présentation des agences de notation :

a) Définition

Les agences de notation financière ou **agences de *rating*** évaluent le risque de solvabilité de l'emprunteur, c'est-à-dire précisément le risque de non-remboursement de ses dettes, ou qualité de la signature.

La qualité de la signature est la capacité d'un emprunteur à faire face aux échéances de remboursement (en intérêt et capital) de la dette qu'il a contractée.

Les emprunteurs peuvent autant être des entreprises (privées ou publiques) que des Etats ou des collectivités locales.

La notation financière externe (donc par une agence de *rating*) ne constitue qu'une partie de l'activité de notation financière. En effet, les établissements bancaires et financiers ont également des équipes de notation financière pour évaluer le risque de leurs débiteurs ou conseiller leurs clients sur le marché des obligations.

b) Objectif

La notation financière vise donc à caractériser le risque associé à un émetteur. Les agences de notation ont deux rôles : **traiter** l'information et la **certifier**. Le traitement de l'information concerne le marché. La certification est rendue nécessaire par la réglementation.

Les agences sont au service des investisseurs, qui peuvent ainsi prendre des décisions sur la base d'informations pertinentes.

c) Acteurs

La notation financière est apparue aux Etats-Unis avec le développement des marchés des émissions publiques. Elle s'est développée aux sociétés privées américaines, puis non américaines avec l'internationalisation des marchés.

L'internationalisation et la désintermédiation des marchés, initiées au cours des années 80, rendent nécessaires des repères tels que ceux apportés par les agences de notation.

John Moody, en 1909, publia le premier recueil de notation aux Etats-Unis. La notation d'alors s'apparentait à l'analyse de crédit mise au point par **Dun and Bradstreet**. Il est intéressant de noter que l'agence de John Moody fut détenue par Dun and Bradstreet de 1962 à 2000.

A ce jour, 3 acteurs dominent le marché mondial de la notation financière externe :

- **Standard & Poor's**, filiale du groupe McGraw & Hill depuis 1966 (USA), spécialisé dans la notation des sociétés industrielles ;
- **Moody's** Investors Service, principale filiale de Moody's Corporation, société indépendante depuis 2000 (USA), bien positionnée dans la notation des opérations de titrisation ;
- **Fitch** Investors Service, dit Fitch (IBCA), filiale à 97% du groupe français Fimalac, leader dans la notation des établissements bancaires.

Depuis peu, **Duff & Phelps**'Credit Rating Company (Duff & Phelps) se développe fortement, devenant un quatrième acteur à ne pas négliger.

Certaines agences sont très spécialisées, telle **AM Best Company** qui note la capacité d'une société d'assurances à faire face à ses engagements (*claims-paying ability*).

d) Méthodologie

Au moment du lancement d'une émission, les agences de notation attribuent une note, qui pourra être modifiée jusqu'au remboursement. La note se fonde sur des informations officielles (relatives à l'émission, l'entreprise et le contexte), mais aussi sur des informations plus **confidentielles** (sur les performances et les projets de l'émetteur) résultant d'entretiens avec les principaux dirigeants.

Chaque agence de notation financière possède son propre système de notation. Schématiquement les notes s'établissent de A à D avec des échelons intermédiaires. Une harmonisation des notes est régulièrement évoquée.

e) Les notes et leur signification

La note est bien plus qu'une simple indication du risque de défaillance d'une émission obligataire.

	Standard & Poor's	Moody's (*)	Fitch-IBCA
1	AAA	Aaa	AAA
2	AA	Aa	AA
3	A	A	A
4	BBB	Baa	BBB
5	BB	Ba	BB
6	CCC	B	B
7	CC	Caa	CCC
8	C	Ca	C
9	D	C	D
Signes	+ ou -	1, 2 ou 3	+ ou -

(*) La meilleure note et les deux moins bonnes ne sont pas accompagnées des chiffres (1, 2 ou 3), ce qui fait donc 21 **notches** (ou *grades*) possibles.

Commentaires des notes de long-terme par ligne :

- 1) Le risque est quasi nul, la qualité de la signature est la meilleure possible.
- 2) L'émetteur noté est très fiable.
- 3) Le risque peut être présent dans certaines circonstances économiques.
- 4) La solvabilité est jugée moyenne.

- 5) A partir de cette note, l'affaire commence à être spéculative. Le risque de non remboursement est plus important sur le long terme.
- 6) La probabilité de remboursement est incertaine, le risque est assez fort.
- 7) On présume un risque très important de non remboursement sur le long terme.
- 8) L'émetteur est très proche de la faillite, l'emprunt est très spéculatif.
- 9) Faillite de l'emprunteur.

Ces différentes notations peuvent être scindées en deux grandes familles : la catégorie **Investissement** ou *High Grade* contenant les notes comprises de AAA à BBB (lignes 1 à 4) et la catégorie dite **Spéculative** pour les notes inférieures (lignes 5 à 9).

Une société qui passe en moins d'un an de la catégorie Investissement à la catégorie Spéculative est qualifiée de **Fallen Angel** (ange déchu).

II – Leur rôle sur les marchés financiers :

a) La matière première : l'information financière

Les agences de notation disposent d'informations privilégiées sur la santé et les perspectives financières de l'émetteur, sous réserve de conserver ces informations confidentielles et de s'assurer qu'elles ne donnent pas lieu à un délit d'initié. Elles se distinguent des analystes financiers, qui n'ont en principe accès qu'à l'information publique.

Nous verrons que cet accès à des informations stratégiques constitue l'une des principales critiques à l'encontre des agences de *rating*. Cela dit, les agences sont tributaires de l'information fournie par les émetteurs.

Elles apportent une part de conseil dans la mesure où leurs notes sont assorties d'une **orientation** à moyen terme permettant de situer la tendance de la qualité de l'émetteur. En retour, pour ceux qui savent finement interpréter les données largement diffusées par les agences, la notation est une véritable source d'information.

b) Influence sur les capacités de financement

Une bonne notation peut aider la structure (entreprise ou collectivité locale) à mieux négocier son financement. Que ce soit par financement bancaire ou par émission

d'obligations sur le marché, plus la note sera élevée et plus l'entreprise trouvera des fonds à des taux d'intérêt faibles. En corollaire, il est difficile pour une structure notée Spéculative de monter un financement. En effet, les investisseurs institutionnels ne s'intéressent pas (ou peu) à ce type de valeurs. Rappelons que le taux d'intérêt est la somme d'un taux de référence et d'un écart (*spread*) inversement proportionnel au risque estimé.

Une révision de la note à la baisse (*downgrade*) peut faire faiblir le cours du titre visé. De même, un changement d'évaluation à la hausse (*upgrade*) peut faire monter le cours. Les investisseurs sont très attentifs aux modifications de notes ou aux mises sous surveillance des titres.

Dans certaines situations telles les acquisitions, fusions, ou investissements majeurs, la société est **mise sous surveillance** (*credit watch*). Cela signifie que l'agence de notation attendra de voir les effets de ces modifications avant de se prononcer sur une autre note.

Les agences de *rating* délivrent au marché des informations utiles, d'autant plus crédibles qu'elles le font de manière indépendante. Malgré tout, les réactions du marché aux changements de notes sont parfois excessives.

c) Des *junk bonds* aux spéculatifs !

Nous l'avons évoqué, les neuf notes se regroupent en deux catégories.

Les émissions notées BBB et plus appartiennent à la catégorie Investissement. D'un point de vue réglementaire, le classement d'une émission dans la catégorie Investissement revêt une importance considérable, dans la mesure où de nombreuses institutions financières ne sont autorisées à investir que dans des titres bénéficiant de cette notation.

Parfois, les émissions notées en dessous de BBB sont qualifiées de ***junk bonds***, ou obligations pourries ! Ce terme est remplacé par d'autres plus élégants comme Spéculatif ou A haut rendement.

III – Limites et perspectives d'évolution :

a) Limites intrinsèques

La notation des créances obligataires consiste en une appréciation du risque de défaillance des emprunteurs. Elle porte uniquement sur le **risque de crédit**. Elle ne

concerne pas les autres risques, tels le risque de taux par exemple. Une note ne constitue pas strictement une recommandation de vente ou d'achat.

Les agences ne sont pas responsables de l'hyper réactivité des marchés, même si elles y contribuent. Lorsqu'il existe dans les contrats de prêts des clauses dites de **rating trigger** qui permettent aux créanciers d'exiger le remboursement immédiat, la dégradation précipite l'entreprise dans une crise de confiance. Les dégradations de notes ont un impact direct sur la valeur des actions.

b) Critiques

Une des principales critiques est la **relation particulière** entre les agences de notation et les émetteurs.

Si l'agence est rémunérée par l'entreprise émettrice, ce qui est le plus souvent le cas, nous pouvons douter de **l'indépendance de son jugement**. En effet, le statut des agences de notation est hybride. A l'instar des analystes financiers, elles s'adressent aux opérateurs des marchés financiers pour leur fournir des informations utiles à leurs décisions. Mais, comme les sociétés d'audit, elles sont rémunérées par les émetteurs et ont accès à certaines informations privilégiées.

Si l'agence note une entreprise sans demande explicite de sa part (notation **sauvage**), le risque de conflit d'intérêt avec la firme est grand. La relation commencée par une notation sauvage se poursuivra dans un cadre commercial si l'entreprise choisit de devenir cliente de l'agence. Une fois la relation établie, il est très difficile pour l'entreprise d'y mettre fin, sauf à donner un sentiment de fuite face à la perspective d'une notation négative. Les barrières à la sortie sont donc importantes : l'émetteur peut se sentir captif (**locked-in**).

De plus, des écarts (ou **spread**) significatifs se maintiennent entre le risque perçu sur certains émetteurs par le marché et les notes attribuées par les agences. Cela pourrait révéler un désaccord entre les agences et le marché.

Par ailleurs, certains pourraient être tentés de critiquer **l'opacité des méthodes d'analyse** des agences de notation. Elles disposent de leurs propres équipes d'analystes qui sont en contact régulier avec l'entreprise émettrice. La méthode de détermination de la note fait appel à de multiples critères d'appréciation, et relève en général en dernier ressort d'une décision collégiale au sein des équipes de l'agence.

Ces méthodes ne sont rendues publiques par les agences que dans leurs grandes lignes.

Enfin, si l'agence s'est trompée en dégradant à tort une entreprise, les marchés réagissent immédiatement en augmentant ses **coûts d'emprunt**, accroissant la vulnérabilité de la sociétés qui devra, alors, assumer seule les coûts financiers de l'erreur. Le besoin de crédibilité des agences tend ainsi à limiter le risque de mauvaise estimation.

Il est à noter que les critiques concernant les agences de notation **évoluent** avec les techniques et les marchés financiers au cours des décennies. Dans les années 70, les critiques portaient sur la notation des Etats et collectivités locales, qui craignaient de perdre ainsi leur indépendance. Dans les années 80, les restructurations ont entraîné un tel décalage dans les notes que les investisseurs ont préféré ne pas en tenir compte. Dans les années 90, les innovations financières ont fait naître des valeurs mobilières assorties de caractéristiques complexes, s'apparentant à des options (tels les titres adossés à des hypothèques et leur déclinaison) dont la valeur est sujette à des fluctuations considérables alors même qu'elles présentent un risque de défaillance minime.

c) Tentatives d'amélioration

En réponse à ces critiques, les agences de notation ont accordé plus d'importance à la **réactivité** et à la communication aux relations publiques. En 1981, S&P a ainsi instauré le principe de la mise sous surveillance, qui annonce à l'avance la révision d'une note.

En réaction aux réserves émises dans le cas de rachat d'une entreprise par une autre firme ayant un moins bon profil de risque, les agences de notation ont ajouté des notes relatives à l'**event risk**, allant de E1 à E5.

Des agences de notation sociale et environnementale furent créées à la fin des années 90. Elles évaluent et notent la politique de responsabilité sociale et environnementale des structures (entreprises et/ou organismes). Ainsi Vigeo et Core Rating, toutes deux nées en 2002, intègrent des préoccupations de **développement durable** dans leurs notations.

Dans le même esprit de perfectionnement, certaines agences ont développé une notation en matière de **corporate governance**, en prévision d'un éventuel

rattachement des agences de notation à la loi Sarbanes-Oxley. Fitch fut la première agence de notation à formaliser ses critères d'évaluation des pratiques de gouvernance. Ces notations complètent les indices boursiers spécifiques à la gouvernance d'entreprises.

Conclusion :

Les agences de notation, indépendantes malgré les liens possibles avec les émetteurs qu'elles notent, n'échappent pas à la tendance à la régulation des marchés financiers internationaux comme conséquence possible de certains scandales financiers.

Les trésoriers d'entreprises ont demandé une régulation de la relation entre les émetteurs et les agences de notation. Le texte, qui fait l'objet d'un débat actuel aux Etats-Unis, est attendu pour l'automne 2004.

La France a anticipé l'évolution réglementaire en ajoutant dès 2003 aux missions de l'AMF la surveillance des agences de notation. Ainsi seront stipulées dans le rapport annuel de l'AMF leur rôle, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers.

Il n'est pas sûr que l'amélioration de la performance des agences de notation passe uniquement par la régulation. Quelle que soit l'évolution réglementaire, les innovations financières vont certainement aboutir à la création de produits hybrides permettant de contourner les éventuelles contraintes futures.

Les agences devront clarifier leurs méthodes d'analyses et procédures de notation, tout comme les entreprises doivent affiner leurs modes de gouvernance. Le besoin de transparence est au cœur de l'amélioration et/ou la pérennisation de la crédibilité des agences de notation.