

CINQ QUESTIONS POUR LA NOTATION

Nicolas Véron¹
Associé fondateur, ECIF

La notation financière fait l'objet, depuis de nombreuses années, de controverses et de débats dont il est difficile de résumer l'actualité en quelques pages. Une vision de synthèse est néanmoins nécessaire, tant sont imbriquées les questions soulevées par l'activité des agences de notation et par les perspectives de leur éventuelle régulation.

Une réponse aux besoins d'information du marché

Il n'est pas inutile de rappeler les circonstances de l'apparition des trois grandes agences actuelles : la notation, bien différente en cela de l'audit financier auquel elle est parfois comparée, est issue du journalisme financier et de la vente aux investisseurs individuels d'informations sur les valeurs mobilières, actions ou obligations.

Dès 1860, l'activité qui devait plus tard donner naissance à Standard & Poor's était créée aux États-Unis par Henry Varnum Poor, qui a commencé à cette époque à rassembler de l'information financière sur les sociétés de navigation fluviale et de chemins de fer de l'intérieur des États-Unis, dans lesquels de nombreux épargnants (notamment européens) commençaient à investir massivement sans pouvoir toutefois, du fait de l'éloignement, se constituer une opinion de première main par des visites sur place. Poor donna comme slogan à sa société « *the investor's right to know* » et peut être considéré comme l'un des pionniers de la notion d'information financière publique. L'agence de Poor a fusionné en 1941 avec la *Standards Statistics Bureau Company*, une entreprise de bases de données financières créée en 1906 pour introduire plus de transparence dans l'information financière – à l'époque encore très peu développée (et très peu standardisée) – donnée par les entreprises émettrices de titres

cotés. Standard & Poor's est depuis 1966 une division du groupe de médias et d'information spécialisée McGraw & Hill, qui édite également, entre autres, l'hebdomadaire *BusinessWeek*.

L'agence Moody's est également née de la publication de données financières, rassemblées dans le *Moody's Manual of Industrial & Miscellaneous Securities* publié par l'Américain John Moody à partir de 1900 ; celui-ci contenait des informations et des statistiques sur les actions et obligations d'institutions financières, d'agences publiques, et d'entreprises industrielles appartenant aux secteurs de la production manufacturière, des mines, de la fourniture d'eau et d'électricité (*utilities*) et de l'agroalimentaire. À partir de 1909, Moody's a commencé à attribuer des notes de crédit, d'abord aux sociétés ferroviaires puis, progressivement, à toutes les grandes catégories d'émetteurs d'obligations. Moody's Investor Service est aujourd'hui une entreprise indépendante, cotée depuis 2000 au New York Stock Exchange à la suite de sa sortie du groupe d'informations spécialisées Dun & Bradstreet (rebaptisé D&B en 2001) qui l'avait rachetée en 1962.

De même, l'agence Fitch avait commencé comme un éditeur d'informations statistiques et financières, la *Fitch Publishing Company* créée en 1913 à New York par John Knowles Fitch, avant de se lancer dans le métier de la notation et d'introduire en 1924 l'échelle désormais familière de notes allant de « AAA » à « D ». Fitch Ratings est, depuis sa fusion avec l'agence IBCA en 1997, une filiale du groupe français Fimalac contrôlé par Marc Ladreit de Lacharrière.

À la différence des firmes d'audit, dont l'activité et la responsabilité ont été très tôt au moins partiellement encadrées par la loi, les agences de notation sont donc nées d'une réponse entrepreneuriale aux besoins d'information du marché, ce qui les rapproche en cela des bureaux d'analyse financière indépendante. Cependant, à la différence de ces derniers, elles n'ont jamais été absorbées par les grands acteurs du courtage financier et de la banque d'investissement, sans doute en raison de conflits d'intérêt potentiels encore plus difficiles à gérer que ceux qui existent dans l'analyse actions.

Aujourd'hui, les services de notation dispensés par les agences contribuent, de l'avis de la plupart des participants aux marchés de capitaux, à la réduction des asymétries d'information et offrent un moyen de mutualiser le coût de l'analyse du risque de défaut. De ce point de vue, les agences jouent un rôle généralement reconnu comme utile pour faciliter le financement des entreprises et des autres entités notées. De fait, à la suite de l'utilisation de leurs notes dans un nombre croissant de clauses contractuelles (« *rating triggers* ») et de mécanismes réglementaires (notamment dans le cadre de la réforme du ratio de solvabilité dit « Bâle II »), l'importance de la notation financière dans la vie des marchés a tendu récemment à augmenter significativement, se traduisant pour les agences par une croissance constante de leur activité (pour Moody's, plus de 20 % par an en moyenne sur les cinq dernières années) et par des marges d'exploitation spectaculaires (toujours pour Moody's, dépassant 50 % lors de chacun des trois derniers exercices publiés). Le développement des sources d'expertise concurrentes que constituent les départements d'analyses crédit au sein de banques et de certains grands investisseurs ne semble pas avoir freiné cette considérable expansion de l'activité des agences. En parallèle, l'influence des agences sur les émissions de dette souveraine par les États, notamment dans les économies dites émergentes, s'est également renforcée.

Critiques des agences et initiatives réglementaires

Malgré (ou à cause de) cet environnement porteur, les agences font l'objet de critiques

récurrentes qui ont eu tendance à s'amplifier au cours des dernières années. Schématiquement, la plupart de ces critiques peuvent être regroupées autour des préoccupations suivantes.

En premier lieu, les agences réagiraient trop souvent trop tard, en contradiction avec leur ambition d'être les vigies du marché obligataire. Dans les cas très médiatisés d'Enron ou de Parmalat, il est incontestable que les agences n'ont pas vu venir la crise suffisamment en amont : elles ont attendu le 28 novembre 2001, soit quatre jours avant la faillite, pour placer Enron en catégorie spéculative. De même, lors de la crise asiatique de 1997 pour des pays tels que la Corée du Sud, ou dans le cas de l'Argentine, les agences ont sérieusement sous-estimé jusqu'au dernier moment la possibilité d'un défaut de paiement.

À l'inverse, dans d'autres circonstances, il a pu être reproché aux agences de précipiter les difficultés de certains émetteurs en révisant à la baisse la qualité de leur crédit sur la base de jugements jugés hâtifs par d'autres (et notamment les émetteurs eux-mêmes) : cela a donné lieu à des polémiques en France, par exemple en 2002 à propos de Vivendi Universal ou d'Alcatel, et surtout en Allemagne où le *downgrading* d'entreprises aussi établies que ThyssenKrupp ou Deutsche Post a eu un effet traumatisant sur certains acteurs.

Le point commun de ces deux ensembles de critiques, malgré leur apparente contradiction mutuelle, est une interrogation quant à la qualité du travail des agences et notamment de leur méthodologie d'analyse et d'attribution des notes. Selon un étude réalisée en 2004 par l'*Association for Financial Professionals* (États-Unis), 34 % des responsables financiers interrogés jugeaient inexactes les notes attribuées à leur entreprise, et seulement 42 % d'entre eux considéraient que les changements de note étaient réalisés en temps et en heure par les agences.

De manière liée, il a été reproché aux agences de n'être liées par aucun mécanisme de responsabilité ou d'*accountability* : ni vis-à-vis de leurs clients (qui par définition seraient juges et parties s'il leur venait l'idée de contester leur note), ni vis-à-vis des autres intervenants du marché – ce qui expliquerait les défauts de qualité évoqués plus haut. Cette critique rejoint une préoccupation plus ancienne exprimée notamment dans le domaine de la notation souveraine, selon laquelle le pouvoir des agences serait devenu tellement important qu'il rentrerait

parfois en concurrence directe avec le pouvoir politique ².

À la suite de cet ensemble de critiques, formulées à des degrés divers des deux côtés de l'Atlantique ainsi qu'en Asie, une multitude d'initiatives se sont faites jour au cours des dernières années, impliquant les principales autorités mondiales de régulation des marchés de valeurs mobilières. Tout d'abord, à la suite de la loi Sarbanes-Oxley de juillet 2002, la SEC américaine a engagé une révision du statut de « *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* » (NRSRO) qu'elle accorde aux agences en vertu d'une disposition remontant à 1975. Cet effort s'est traduit par l'octroi de ce statut à deux agences supplémentaires, Dominion Bond Rating Service et AM Best, en plus des « trois grandes » que sont S&P, Moody's et Fitch et, par ailleurs, par une révision accélérée début mars 2005 des conditions d'attribution du label NRSRO, conditions qui avaient pu précédemment être jugées arbitraires ou en tout cas insuffisamment explicites.

En parallèle, et sous l'impulsion notamment de l'un des cinq commissaires de la SEC, Roel Campos, l'organisation internationale des commissions de valeur (IOSCO selon le sigle anglophone ³) a publié fin 2004 un document portant le titre un peu déroutant de « *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* », dont l'ambition est de servir de guide pour l'élaboration par les agences elles-mêmes de leurs propres règles de déontologie interne. Cette initiative retient une approche du type « *comply or explain* » (ou « *se conformer ou se justifier* », approche retenue notamment dans plusieurs pays européens pour les règles de gouvernement d'entreprise à la suite du rapport Cadbury en Grande-Bretagne en 1992) ⁴.

Enfin, le débat a également été engagé au sein de l'Union européenne à l'initiative principalement du Parlement européen qui, dans une résolution approuvée le 10 février 2004, a demandé à la Commission de faire des propositions au plus tard le 31 juillet 2005 en vue d'un éventuel mécanisme d'enregistrement des agences de notation financière auprès d'une autorité européenne. Cette dernière pourrait être le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières, généralement désigné sous son sigle anglophone CESR ⁵, auquel la Commission a demandé des propositions sur le même thème. Cette initiative répond au souci de faire pièce au mécanisme dont dispose la SEC à travers le label NRSRO, selon la formule de Francis Mer qui, lorsqu'il était ministre, avait déclaré à propos des

agences de notation : « *Nous ne devons pas nous résigner à une situation où la SEC, seul régulateur mondial de fait en la matière, édicterait des règles s'appliquant au reste du monde.* » ⁶

Cinq interrogations

Sur la base de ces éléments, cinq questions apparaissent centrales dans la nécessaire réflexion des participants du marché sur les agences de notation.

■ La situation de concurrence actuelle est-elle satisfaisante ?

L'« oligopole » que constitueraient les trois principales agences est souvent dénoncé, mais il se pourrait également que le marché ne soit pas prêt à faire vivre simultanément un nombre élevé d'agences, en raison de la complexité du traitement parallèle de différentes échelles et méthodologies de notation. En d'autres termes, les mécanismes intrinsèques du marché de la notation – à la différence sans doute du marché de l'audit – contribuent peut-être à une forme d'oligopole naturel. Pour autant, les marges d'exploitation extrêmement élevées des agences continuent de poser question quant au bon fonctionnement de la concurrence dans ce secteur.

■ Le conflit d'intérêt inscrit dans le modèle économique des agences est-il gérable ?

L'essentiel des revenus des agences est constitué de commissions payées par les émetteurs notés et non par les utilisateurs de la notation (notamment les investisseurs), ce qui crée la possibilité d'un conflit d'intérêt. Les agences arguent qu'il s'agit du seul modèle économique viable pour leur activité et que le risque de conflit est géré de manière satisfaisante, notamment à travers les règles de déontologie interne et les « murailles de Chine » entre équipes d'analyse et suivi de clientèle. Par ailleurs, la pratique controversée des notations « sauvages » (ou non sollicitées) a tendu à décroître au cours des dernières années. Plus généralement, la

nécessité pour les agences de défendre leur crédibilité et leur réputation joue incontestablement un rôle régulateur. Pour autant, des clarifications restent sans doute souhaitables sur certains aspects, tels que l'articulation entre la notation proprement dite et les autres services offerts par les agences, notamment en matière de conseil.

■ Les agences devraient-elles être plus transparentes sur leur méthodologie ?

Cette exigence a été évoquée dans plusieurs enceintes et notamment dans le document déjà cité de l'IOSCO⁷. Il resterait cependant à évaluer la manière dont une transparence accrue serait utilisée et exploitée par les participants du marché. Dans un ordre d'idées proche, la proposition parfois évoquée d'une méthodologie uniforme imposée par une autorité publique semble peu réaliste et n'est guère revendiquée par les praticiens.

■ A quelles obligations les agences doivent-elles être soumises vis-à-vis des informations privilégiées des émetteurs ?

Dans le cadre de leur relation avec les émetteurs notés, les agences ont généralement accès à des informations confidentielles telles que les plans prévisionnels d'exploitation et de trésorerie. Simultanément, les agences ont insisté, à la suite par exemple de la faillite de Parmalat, sur le fait qu'elles n'ont ni les moyens ni la vocation d'auditer l'information qui leur est fournie. Au-delà du risque de délit d'initié (que les agences déclarent maîtriser), cet accès à l'information privilégiée distingue les agences des autres observateurs privés tels que les analystes financiers, mais ne se traduit pas pour autant par des responsabilités supplémentaires, notamment au plan juridique (et à la différence des auditeurs). La légitimité de cette situation pourrait faire l'objet de débats.

■ Quel est le cadre approprié de régulation publique ?

Après avoir envisagé de supprimer le statut de « NRSRO », la SEC a désormais engagé la

révision des conditions d'attribution de celui-ci, même si aucune réforme en profondeur ne pourra sans doute avoir lieu sans l'intervention du Congrès. En Europe, il est parfois difficile de démêler, dans les évolutions de réglementation envisagées, ce qui relève d'une analyse des besoins du marché ou, plutôt, d'une volonté de contrôle politique indépendante des besoins propres des utilisateurs de la notation. En sens inverse, la création d'un mécanisme européen de régulation des agences, se surajoutant à la législation américaine existante, porte le risque potentiel de renforcer les barrières à l'entrée de nouveaux acteurs sur le marché de la notation.

En guise de conclusion, il peut être relevé que ces interrogations sont inégalement présentes dans le débat public européen, il est vrai, lui-même très fragmenté selon les pays et situations institutionnelles. Notamment, la question de l'accès à l'information confidentielle est sans doute trop rarement débattue, alors qu'elle peut être considérée comme centrale dans l'appréciation de la spécificité des agences et du caractère éventuellement privilégié de leur statut.

1. *Nicolas Véron est associé fondateur d'ECIF (www.ecif.info) et coauteur, avec Matthieu Autret et Alfred Galichon, de L'Information financière en crise : Comptabilité et capitalisme, Odile Jacob, 2004.*

2. *On citera notamment ici la formulation provocatrice utilisée par l'influent chroniqueur du New York Times Thomas Friedman : « There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful. » (interview par David Gergen sur PBS, février 1996).*

3. *International Organisation of Securities Commissions.*

4. *Véron Nicolas, « Gouvernement d'entreprise : qui est l'arbitre ? », revue Risques, n° 56, décembre, 2003.*

5. *Committee of European Securities Regulators.*

6. *Discours aux 12^{es} « Entretiens de la COB », 12 novembre 2002.*

7. *« The CRA [Credit Rating Agency] should publish sufficient information about its procedures, methodologies and assumptions (including financial statement adjustments that deviate materially from those contained in the issuer's published financial statements) so that outside parties can understand how a rating was arrived at by the CRA. » (source : IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, décembre 2004).*