

Les agences de notation au cœur du système financier... et des critiques

Une influence croissante depuis un siècle

La notation est apparue en 1909 lorsque Moody's devient la première société à attribuer des notes (*ratings*) aux entreprises américaines : de Aaa pour les firmes considérées comme les plus solvables à F pour celles en défaut de paiement. À partir du milieu des années 1910, Standard Statistics, Poor's puis Fitch se lancent à leur tour dans la « notation corporate ». En 1918, Moody's innove à nouveau en attribuant des notes aux États : le « rating souverain » est né.

La notation connaît un développement rapide au cours des années 1920, sous le double effet de la croissance des marchés obligataires et d'actions et de l'explosion du nombre de fonds de pension et d'investisseurs individuels, qui sont autant de clients des agences. La dépression de 1929-1932 a également un impact majeur sur la notation puisque deux réglementations, destinées à lutter contre la crise et édictées en 1931 et 1936 par les autorités financières américaines, font pour la première fois explicitement référence aux *ratings* en contraignant les banques à vendre les titres considérés comme spéculatifs par les agences et à ne conserver que ceux faisant partie de la catégorie investissement – c'est-à-dire notés Aaa, Aa, A ou Baa.

À la base de mesures prudentielles, la notation devient incontournable pour les banquiers et les investisseurs. L'influence des agences est encore renforcée au cours des décennies suivantes par la multiplication des réglementations incorporant les *ratings* et concernant non seulement les banques, mais aussi les fonds de pension et d'investissement¹. Les nouvelles normes de Bâle II sur les fonds propres, adoptées en 2004, entérinent le rôle primordial de la notation pour les acteurs économiques et financiers, les différentes catégories d'exposition au risque de crédit étant désormais fonction de la note attribuée aux actifs des banques.

Le développement des marchés financiers depuis les années 1980 et la fiabilité des *ratings* émis expliquent la multiplication et la diversification des services proposés par les agences qui notent désormais les dettes souveraines, sub-souveraines (municipalités, régions, provinces...), les obligations des entreprises, des banques et des compagnies d'assurance, les financements structurés, les dépôts bancaires et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) monétaires et obligataires. Cet essor de l'activité des agences s'est traduit, depuis les années 1990, par l'explosion de leurs chiffres d'affaires et de leurs résultats opérationnels, ainsi que par un

accroissement notable de leurs effectifs. Entre 1998 et 2006, la croissance des résultats opérationnels de Standard & Poor's a ainsi été de 250 %, 280 % pour Fitch et 450 % pour Moody's. Fitch, Moody's et Standard & Poor's sont ainsi passées respectivement de 123, 1 700 et 1 200 salariés en 1995 à 1 960, 3 350 et 8 500 salariés en 2006. Il a fallu attendre le premier semestre 2008 pour assister à une chute sensible du chiffre d'affaires et des profits des agences, essentiellement sous l'effet de la crise des subprimes, les agences réalisant 50 % de leur chiffre d'affaires grâce à l'activité des financements structurés.

Une réglementation tardive

Jusqu'aux années 1970, les agences de notation n'étaient soumises à aucune obligation réglementaire. À partir de 1975, la SEC (Securities and Exchange Commission), l'autorité de régulation américaine, établit un certain nombre de règles contraignantes qui favorisent l'hégémonie de trois sociétés : Moody's, Standard & Poor's (née de la fusion de Standard Statistics et de Poor's en 1941) et Fitch. Cet oligopole est conforté par les nombreuses acquisitions de petites agences ou de firmes spécialisées dans l'analyse financière que réalisent les trois agences au cours des années 1990 et 2000.

Cependant, après le « scandale Enron » en 2001, plusieurs initiatives sont lancées aux États-Unis en vue d'encadrer encore plus rigoureusement l'activité de notation. Elles aboutissent à la promulgation, en septembre 2006, du *Credit Rating Agency Reform Act*, loi qui vise à favoriser la transparence des méthodes de travail des agences et à stimuler la concurrence au sein de cette activité. Bien que les effets de cette nouvelle législation soient encore difficiles à percevoir, il semble que la position prépondérante des trois principales agences n'en ait nullement souffert.

Depuis le printemps 2008, la France défend l'idée d'une réglementation de l'activité de notation à l'échelon européen. Les agences auraient l'obligation de s'enregistrer auprès d'une autorité nationale ou communautaire et de respecter certains principes déontologiques en matière de transparence et de prévention des conflits d'intérêts. Cette initiative française fait écho au projet du commissaire européen en charge du marché intérieur, Charlie McCreevy, qui souhaite mettre en place un registre européen des

¹ Richard Cantor et Frank Packer, « The Credit Rating Industry », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, été-automne 1994.

agences de notation avant juin 2009, date des prochaines élections européennes.

Processus de notation et méthodologie

La méthodologie utilisée par les agences obéit à un certain nombre de principes.

Le rehaussement de note (*upgrade*) et l'abaissement de note (*downgrade*) sanctionnent respectivement une amélioration et une dégradation de la solvabilité d'un émetteur. Il est intéressant de souligner que l'impact immédiat de ces changements de note sur les primes de risque du marché (ou *spreads*) est réel mais relativement limité².

La perspective de notation (*outlook*) est une appréciation sur l'orientation de la notation d'un émetteur ; elle peut être positive, stable ou négative. Le plus souvent, un *outlook* positif se traduit par un rehaussement de note à court terme tandis qu'un *outlook* négatif débouche sur un abaissement de note.

Les agences ont récemment créé la *watchlist* pour indiquer qu'une notation est placée sous surveillance en vue d'une modification imminente. Une note peut être placée sous surveillance positive (c'est-à-dire en vue d'un éventuel rehaussement de notation) ou sous surveillance négative (en vue d'un éventuel abaissement de note). Un émetteur est retiré d'une liste de surveillance lorsque la notation est rehaussée, abaissée ou confirmée.

Le processus de notation se caractérise par une révision annuelle de la note de chaque émetteur. Après avoir rencontré les dirigeants de l'entreprise ou les ministres, voire le chef de l'exécutif de l'État qu'il note, l'analyste établit un rapport qui est ensuite discuté dans le cadre d'un comité de notation. Ce comité, composé de quatre à neuf analystes selon les cas, discute de la note future de l'émetteur. Au terme d'un débat, un vote à la majorité simple a lieu, chaque analyste disposant d'une voix. La décision de changement ou de confirmation de note ou d'*outlook* est prise à l'issue de ce vote. Il faut souligner qu'un comité de notation peut être convoqué à n'importe quel moment si certains événements le justifient – crise politique, guerre, crise monétaire ou financière, dégradation de la situation financière d'un émetteur.

Si l'on s'attache aux critères pris en compte par les analystes pour noter les États et les entreprises, un double constat s'impose. Les méthodologies de la notation souveraine ont assez peu évolué depuis l'entre-deux-guerres. Ce sont en effet les mêmes variables qui déterminent les *ratings* attribués aux États depuis quarante-vingts ans : ratio de la dette sur les exportations ou sur les recettes budgétaires, produit intérieur brut (PIB) par habitant, historique des défauts de paiement, indicateur

de stabilité institutionnelle et politique³. En revanche, les méthodologies de la notation *corporate* se sont considérablement sophistiquées au fil des décennies. Elles reposent désormais sur le résultat opérationnel, le service de la dette, le profil du secteur d'activité, la stratégie du management et le respect des règles de *corporate governance*.

De la crise asiatique à la crise des subprimes : dix ans de critiques

Les critiques à l'encontre des agences de notation se sont récemment multipliées. Quatre principaux reproches leur sont adressés.

- Après la crise asiatique de 1997-1998, leur incapacité à anticiper les crises a tout d'abord été stigmatisée. N'ayant pas détecté les risques d'insolvabilité qui menaçaient certains acteurs économiques, les trois plus grandes agences n'auraient abaissé la note que de très peu d'États et d'entreprises menacées de faillite.
- Leur action procyclique a également été pointée du doigt. En effet, aussi bien à l'occasion des crises asiatique et russe que des faillites d'Enron et d'Andersen, les agences ont eu tendance à abaisser massivement les *ratings* des émetteurs souverains et privés dont la situation financière était déjà largement fragilisée. Ces *downgrades* ont ainsi contribué à aggraver la crise.
- Les agences de notation ont en outre été mises en cause de façon récurrente en raison du manque de transparence de leurs méthodologies. Néanmoins, les publications croissantes des agences et les communications fréquentes entre, d'une part, les analystes de Moody's, Fitch et Standard & Poor's et, d'autre part, les investisseurs ont largement permis de remédier à cette opacité supposée.
- Enfin, les agences sont accusées d'être au centre de conflits d'intérêts. Il est important de rappeler que le mode de rémunération des agences a profondément évolué depuis les origines. Ce sont les investisseurs qui ont rémunéré les agences, via l'achat des manuels et bulletins contenant les analyses et les notes des entreprises et des États, durant près de soixante ans. Mais, à partir du début des années 1970, l'usage extensif des photocopies menace l'activité des agences de notation. Au même

² Pour les notations souveraines, se reporter à N. Gaillard, « Fitch, Moody's and S&P's Sovereign Ratings and EMPI Global Spreads: Lessons from 1993-2007 », à paraître dans *International Research Journal of Finance and Economics*. Pour le secteur corporate, voir John Y. Campbell et Glen B. Taksler, « Equity Volatility and Corporate Bond Yields », *Journal of Finance*, vol. 58, n° 6, décembre 2003.

³ Norbert Gaillard, « Moody's Sovereign Ratings: 1918-1938 and 1986-2006 Compared », *Chaire Finances internationales Working Paper*, août 2007.

moment, la crise qui touche les États-Unis incite de nombreuses entreprises à obtenir un *rating* afin de rassurer les investisseurs sur leur solvabilité. Ces deux facteurs ont contribué à modifier radicalement le *business model* des agences de notation, puisque ce sont les émetteurs obligataires qui, depuis trente-cinq ans, rémunèrent les agences afin d'obtenir une note en contrepartie. Ce mode de rémunération a été régulièrement dénoncé au motif que les agences manquent d'objectivité et sont inévitablement tentées de « surnoter » les émetteurs. Cette critique n'a cependant jamais été sérieusement étayée. En revanche, l'essor de la titrisation dans les années 1990 a incité de nombreuses entreprises à solliciter les agences au moment des montages financiers, en vue de maximiser la note des produits structurés destinés à être émis. Cette pratique a fait naître des conflits d'intérêts majeurs, les agences s'engageant dans une activité de conseil auprès d'entités qu'elles doivent ultérieurement noter. De toutes les critiques à l'encontre des agences, cette dernière

demeure sans doute la plus fondée et mérite de déboucher sur une réglementation spécifique.



Les critiques formulées à l'encontre des agences ne sauraient éclipser la fiabilité des notations émises par Fitch, Moody's et Standard & Poor's. En effet, les taux de défaut qui calculent pour chaque catégorie de note le pourcentage d'émetteurs ayant fait faillite révèlent que les défauts en catégorie d'investissement sont très peu nombreux dans le secteur *corporate* et quasi inexistant dans les secteurs souverain et subsouverain.

Norbert Gaillard *

* Docteur en économie, consultant auprès de la Banque mondiale et chercheur-visiteur à la Banque des règlements internationaux (Suisse).

Livre, audiovisuel, musique... quelle mondialisation ?



La mondialisation avec son expansion à l'ensemble des secteurs de la société continue de susciter craintes et inquiétudes.

Le Conseil d'analyse économique estime qu'une meilleure compréhension des aspects immatériels de la mondialisation lèverait en partie ces réticences. Le groupe de travail du CAE dirigé par Daniel Cohen et Thierry Verdier a cherché à produire des statistiques qui permettent de mieux saisir la réalité de la mondialisation dans le domaine des biens immatériels. Les auteurs du rapport proposent également plusieurs mesures de politique économique.

Une approche inédite témoignant d'une réelle volonté d'éclaircissement.

Daniel Cohen, Thierry Verdier
Conseil d'analyse économique
Réf. : 9782110072764
14 €

En vente en librairie ou sur www.ladocumentationfrancaise.fr

La Documentation française Service Commandes 124, rue Henri Barbusse,
93308 Aubervilliers cedex Téléphone 33(0)1 40 15 68 88 - Télécopie 33(0)1 40 15 68 00