

Les agences de notation financière

Nées au XX^e siècle, les agences de notation financière font maintenant partie intégrante du système économique. Elles accordent une notation – rating en anglais – aux produits financiers. Nous aborderons, dans cette analyse, leur rôle, leur origine, les produits et services qu'elles offrent, les principales critiques formulées à leur égard et les pistes de solutions d'amélioration par rapport à la situation actuelle.

Rôles et origines des agences de notation financière

Une agence de notation est un organisme privé spécialisé dans l'analyse des comptes d'une société, d'un État ou d'une opération financière¹. Elle publie des notes sur la capacité de ces entités à respecter leurs engagements. Il existe deux groupes principaux d'agences de notation : celles, historiquement plus anciennes, s'occupant de critères financiers et celles, plus récentes, analysant le volet extrafinancier, soit les aspects sociaux, environnementaux, éthiques et/ou de bonne gouvernance, de ces entités.

Les agences de notation financière voient le jour au début du XX^e siècle aux États-Unis afin de fournir aux investisseurs intéressés une information plus accessible sur les émissions obligataires des collectivités publiques². À l'époque, ces investisseurs paient les agences de notation pour obtenir une note afin de construire leur stratégie d'investissement. Ce n'est que dans les années 1970 que cette manière de faire change : ce sont désormais les émetteurs de produits soumis à notation qui paient les agences pour obtenir une note.

Le rôle des agences de notation financière est crucial : elles tentent de « mesurer le risque de non-remboursement des dettes que présente l'emprunteur »³. La note décernée est un élément clef dans la décision d'engagement des investisseurs. Si elle est haute, c'est que le risque est faible. Les investisseurs auront davantage confiance et voudront investir. Si elle est basse, moins d'investisseurs seront intéressés.

Comme illustré dans le tableau ci-dessous, l'activité des agences de notation financière est très concentrée : trois organismes, tous américains, se partagent, selon les sources, entre 85 et 90 % du marché. Les 10 à 15 % restant se divisent entre près de 70 agences de notation financière à travers le monde⁴. Toutefois, seules dix d'entre elles sont reconnues par la *Securities and Exchange Commission* américaine comme des « *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* », soit des agences de notation

1 Agence de notation, dans « L'économie de A à Z », *Alternatives Économiques*, hors-série poche n° 40, septembre 2009 et DEMONCHY, Anne-Sophie, *Qu'est-ce qu'une agence de notation ?*, 1^{er} juillet 2010, disponible sur internet : <http://www.politique.net/2010070102-qu-est-ce-qu-une-agence-de-notiation.htm>

2 Observatoire sur la Responsabilité Sociétale des Entreprises et Agence de l'Environnement et de la Maîtrise d'Energie, *Guide des organismes d'analyse sociale et environnementale*, , disponible sur Internet : http://www.orse.org/site2/maj/phototheque/photos/docs_notion_ent/guide_notation.pdf, décembre 2007

3 La finance pour tous, *Les agences de notation, Comment ça marche ?*, disponible sur internet : <http://www.lafinancepourtous.com/Les-agences-de-notiation.html>

4 Liste des agences de notation, compilée par Defaultrisk.com, disponible sur internet : http://www.defaultrisk.com/rating_agencies.htm

statistique reconnues nationalement⁵.

Pays	Organisme
États-Unis	Standard & Poor's (1860)
États-Unis	Moody's (1909)
États-Unis	Fitch Ratings (1913)

Bien que chaque agence ait son propre système de notation, le schéma général est de noter un titre sur une échelle de *A* à *D*, *A* regroupant les meilleures notes et *D* signifiant que l'entité, entreprise ou État, est en faillite. Des nuances s'expriment dans chaque groupe de lettre par la répétition de cette même lettre ou l'adjonction de chiffres ou de signes + ou -. Vu la complexité des produits financiers actuellement disponibles sur le marché, ces notations sont devenues essentielles pour donner une information simplifiée à l'investisseur souhaitant évaluer son risque d'investissement.

Voyons maintenant de plus près quels produits et services offrent ces agences de notation financière.

Produits et services offerts

Un tour sur les sites internet des trois plus importantes agences de notation financière nous renseigne sur les produits et services offerts (voir tableau ci-dessous). Les agences sont contactées par les émetteurs pour fournir des notations sur une très vaste gamme d'instruments et produits financiers allant des dettes souveraines aux obligations d'entreprises en passant par les organismes de placement collectif à valeurs mobilières et les produits structurés. De par leur expertise, certaines assurent aussi des formations pour les professionnels faisant affaire avec le monde financier, mais ceci reste marginal dans leur activité.

Standard & Poor's	Moody's	Fitch Ratings
Évaluation des risques et stratégies	Analyse d'entreprises, d'assurance, d'états souverains et de collectivités locales, des émetteurs sur l'Euromarché	Services de recherche Recherche sur le crédit, évaluations et outils d'analyse
Portail mondial du crédit	Analyse de financements structurés/titrisation	Analyse du risque et du rendement
Base de données globale	Analyse globale de crédit, de prêts bancaires, de crédit <i>corporate</i>	Classement et informations financières des compagnies
Solutions sur le risque	Analyse bancaire : Asie, Amérique, Europe/Moyen-Orient/Afrique, marchés des capitaux	Outil d'analyse et de recherche de surveillance
Services d'évaluation	Analyse de crédit assurance-vie et santé	Solutions pour produits financiers structurés
Recherches sur les produits financiers divers	Analyse de crédit des collectivités locales/régionales et Etats	Surveillance, données de performance, modèles et analyses pour gérer des portefeuilles de produits financiers structurés
Cotes de gestion des fonds		Services de tarification et évaluation
Risques de gouvernance d'entreprises		
Recherche quantitative et solutions d'analyse		
Base de données d'informations financières sur des compagnies		
Base de données sur les titres et capitalisation boursière		

5 Liste des agences de notation financière reconnues par la SEC, "Credit Rating Agencies—NRSROs", disponible sur internet : <http://www.sec.gov/answers/nrsro.htm>, 25/08/2009

Fonction de veille	souverains	Prix indépendants et données d'évaluation pour les produits financiers structurés et les produits dérivés à revenu fixe Analyses quantitatives Recherche de qualité académique et analyses Formation Formations sur le crédit et la finance pour les banquiers et les régulateurs
--------------------	------------	---

Source : sites internet de Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings

Critiques

Bien qu'elles facilitent les prises de décision d'investissements des acteurs du système financier, les agences de notation financière essuient diverses critiques⁶. Trois reproches sont le plus souvent formulés à leur encontre.

Le premier tient à la nature même de leur source de revenus : les agences de notation financière sont accusées d'être à la fois juge et partie. En effet, de nos jours, elles sont rétribuées par les émetteurs de produits financiers, ce qui met en cause leur indépendance : qu'est-ce qui les empêche d'accorder, contre rémunération, de meilleures notes que ce que devrait dicter la réalité ? Les agences de notation réfutent l'accusation en arguant du fait que leur bonne réputation est capitale pour l'exercice de leur activité et qu'il serait suicidaire pour elles de prendre le risque de se laisser influencer. .

La capacité des agences de notation financière à noter des produits financiers de plus en plus complexes est également remise en cause. Par exemple, les agences de notation ont sous-estimé la situation financière d'Enron et n'ont revu à la baisse leur notation que quatre jours avant la faillite du géant de l'énergie. Il en va de même pour les institutions financières telles que Lehman Brothers, à laquelle une bonne note avait été accordée tout juste avant la déclaration de faillite⁷. De même, les méthodes d'évaluation du risque de crédit et du risque de liquidité ont été jugées peu adaptées et trop simplistes dans la crise des *subprimes*.

Enfin, les agences de notation financière sont accusées d'avoir un effet « procyclique ». Ainsi, leur notation aurait tendance à accentuer la situation financière de l'émetteur concerné : si elles accordent une note élevée (à tort ou à raison), elles l'aident à obtenir des financements plus facilement. Inversement, si elles lui attribuent une mauvaise note, l'émetteur aura plus de mal à trouver des financements peu onéreux.

Quelques pistes pour améliorer la situation...

Comment améliorer le système actuel ? Différentes solutions sont avancées pour parer aux principaux reproches qui viennent d'être évoqués.

6 Arguments avancés dans l'article « Les agences de notations », *La Finance pour tous*, disponible sur internet : <http://www.lafinancepourtous.com/Agence-de-notatoin-financiere.html>

7 FONS, Jerome, PARTNOY, Frank, "Rated F for failure", The New York Times, disponible sur internet: http://www.nytimes.com/2009/03/16/opinion/16partnoy.html?_r=1, 16/03/2009

Pour corriger – ou à tout le moins amoindrir – le problème du conflit d'intérêts, il conviendrait de renforcer la régulation publique. Cette première idée, actuellement débattue des deux côtés de l'Atlantique, repose sur une meilleure réglementation des agences de notation. En effet, à la suite de la crise des *subprimes*, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) américaine et la Commission européenne – parmi d'autres organes régulateurs – ont toutes deux entamé des démarches en vue de superviser les actions des agences de notation. Ainsi, du côté européen, il est prévu que, dans le futur, l'autorité européenne des marchés financiers « sera dotée de pouvoirs de supervision directe des agences de notation du crédit enregistrées dans l'UE et pourra demander des informations, ouvrir des enquêtes et procéder à des inspections sur place. »⁸

Une seconde idée serait de se doter d'une ou de plusieurs agences de notation publiques. C'est ce que prônent certains chercheurs américains⁹, convaincus qu'une telle initiative garantirait un contre-pouvoir aux agences de notation privées. Cette solution ne fait toutefois pas l'unanimité : ses détracteurs estimant que la lourdeur administrative – hélas souvent caractéristique des organisations publiques – risquerait de limiter l'innovation financière.

Finalement, une troisième voie serait de retourner au système de l'« investisseur-paiement », autrement dit à la situation dans laquelle c'est l'investisseur, et non l'émetteur, qui rémunère les agences. Cette manière de faire les choses pourrait limiter les conflits d'intérêts mais elle pose d'autres problèmes. D'une part, elle semble moins transparente, du fait que seuls les investisseurs auraient accès aux notations et, d'autre part, il semble plus difficile à faire accepter aux investisseurs de payer la note¹⁰.

Concernant l'amélioration de l'aptitude des agences de notation financière ou sociétale à analyser correctement les instruments financiers, les États ou les entreprises, les solutions restent peu nombreuses. Il serait quand même possible – et capital – de veiller à ce que les analystes soient mieux formés aux risques de crédit et de liquidité, ou encore d'encourager des partenariats entre secteur public et secteur privé afin d'améliorer la connaissance des particularités des dettes souveraines par exemple.

Enfin, pour ce qui est de l'effet procyclique des notations des agences, il faut se rappeler que, comme elles le font d'ailleurs très bien quand elles s'assoient au banc des accusés, les agences de notation ne font qu'émettre des avis. Tous les acteurs du système financier doivent prendre leurs responsabilités. Ainsi, les banques qui prêtent ont aussi une part de responsabilité dans la non-vérification des données, tout comme le régulateur pour la non-supervision de ces agences de notation. Sans oublier les investisseurs qui déléguent l'évaluation des risques aux agences de notation et ne prennent pas la précaution de recouper l'information en se renseignant auprès d'autres sources. Si beaucoup en sont arrivés à penser que les agences de notation ont acquis un « super-pouvoir », c'est en effet parce que, trop souvent, des investissements sont faits sans autre mesure du risque.

Conclusion

Nous l'avons vu, le rôle des agences de notation financière est très important dans les jeux de l'offre et de la demande du système financier. Les dernières crises montrent

⁸ Réforme de la supervision financière : questions fréquentes, 4. *Comment fonctionneront les nouvelles autorités européennes de supervision ?*, disponible sur internet : <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/10/434&format=HTML&aged=0&language=FR&guiLanguage=fr>, 22/09/2010

⁹ DIOMANDE, Ahmed, HEINTZ, James et POLLIN, Robert, "Why U.S. Financial Markets Need a Public Credit Rating Agency," *The Economists' Voice*: Vol. 6 : Iss. , Article 6, 2009

¹⁰ INCHAUSPE, Irène, *Agences de notation, le cercle vicieux*, Challenges.fr, disponible sur internet : http://www.challenges.fr/magazine/document/0221.031659/le_cercle_vicieux.html, 26/08/2010

toutefois que cette super-puissance est parfois hors de contrôle et que certains intérêts peuvent rendre les jugements trop subjectifs.

Ainsi, il serait nécessaire que les acteurs concernés réfléchissent aux garde-fous à mettre en place. Du côté des pouvoirs publics, il conviendrait de travailler à une meilleure régulation, ce qui implique de s'assurer une certaine expertise et d'y consacrer des financements conséquents. Les banques, quant à elles, devraient vérifier un minimum les données communiquées par les agences. Enfin, les investisseurs aussi devraient tenter de varier leurs sources de renseignements avant de s'engager financièrement. Cependant, dans le monde du « tout, tout de suite », il paraît sans doute plus simple et plus rapide de se référer à l'avis – gratuit de surcroît pour les investisseurs – des sacro-saintes agences de notation. Mais gare aux conséquences !

*Annika Cayrol
novembre 2010*