

## **En Temps Réel**

### **Questions sur la notation financière**

*Document préparatoire en vue du séminaire du 16 décembre 2002 (invités : Véronique Morali, Directeur Général de Fimalac, et Bernard de Lattre, Directeur Général de Fitch France).*

*Préparation : Nicolas Véron ([nv@ecif.info](mailto:nv@ecif.info))*

Dans le tumulte des commentaires suscités par la chute des marchés financiers et l'effondrement de certaines valeurs boursières, les agences de notation financière sont régulièrement mises en accusation. Le présent document vise à identifier les principales questions posées dans ce débat, sans chercher à ce stade à y apporter des réponses.

#### **Rappels – la notation financière**

La notation financière vise à caractériser le risque d'un titre (titre de créance notamment) ou, plus généralement, le risque associé à un émetteur. Elle s'applique donc à toutes les organisations qui empruntent sur les marchés de capitaux, notamment les entreprises (publiques et privées) et les Etats.

Presque toutes les entreprises émettrices de titres de créance sur les marchés de capitaux sont notées par une agence externe (cette notation est obligatoire sur la plupart des marchés). Certaines de ces entreprises sont elles-mêmes cotées en bourse, d'autres non – par exemple les entreprises d'Etat. A l'inverse, de nombreuses entreprises cotées en bourse ne sont pas soumises à la notation externe, qui ne concerne en pratique que les « blue chips » (quelques milliers d'entreprises au total, dont plusieurs centaines en Europe).

A la différence des analystes financiers qui émettent un jugement sur la valeur d'une entreprise, les agences de notations émettent un jugement sur son risque, exprimé par une note selon une grille normalisée (propre à chaque agence). Les notes sont classées en catégories d'investissement (de AAA à BBB dans la grille de Standard & Poor's) ou, pour les émissions les plus risquées, en catégorie dite spéculative ou *junk bonds* (à partir de BB dans la grille de S&P's).

#### Les trois principaux acteurs

Trois acteurs dominent le marché mondial de la notation financière externe. Ce sont :

- Standard & Poor's, filiale du groupe McGraw & Hill depuis 1966, basée à New York (résultat d'exploitation 2001 : 435 M\$ pour un CA de 1477 M\$, soit près de 30%) ;
- Moody's, société indépendante (depuis 2000 ; auparavant filiale du groupe Dun & Bradstreet), basée et cotée à New York (résultat d'exploitation 2001 : 398 M\$ pour un CA de 796 M\$, soit 50%) ;
- Fitch, filiale à 97% du groupe français Fimalac, possédant deux sièges à Londres et New York (résultat d'exploitation 2001 : 80 M€ sur un CA de 341 M€, soit 23%).

Bien entendu, la notation financière externe ne constitue qu'une partie de l'activité de notation financière. En effet, de nombreux acteurs financiers, en particulier des banques, disposent d'équipes de notation financière en propre afin, par exemple, d'évaluer le risque de leurs propres débiteurs, ou de conseiller leurs clients sur le marché des obligations.

### **1. La place des agences de notation dans la chaîne de l'information financière**

Le statut des agences de notation est hybride. Comme les 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. Il en résulte plusieurs interrogations.

#### La relation commerciale entre l'agence de notation et l'entreprise

Selon les agences, la première notation peut n'avoir lieu qu'à l'initiative de l'entreprise émettrice, ou au contraire être à l'initiative de l'agence sans demande de l'entreprise. Dans ce dernier cas, la relation

commence par une notation « sauvage » qui est ultérieurement intégrée dans le cadre d'une relation commerciale si l'entreprise choisit de devenir cliente de l'agence. Dans tous les cas, une fois que la relation est 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.

Une fois que la relation commerciale est établie, la rémunération fait l'objet d'une négociation ad hoc entre l'entreprise et l'agence, en général à partir d'une grille de tarifs fixes sur lesquels des rabais peuvent être consentis par l'agence.

- *Ces modalités sont-elles compatibles avec l'indépendance de jugement de l'agence ?*
- *La « muraille de chine » entre les analystes et les équipes commerciales des agences de notation est-elle étanche ?*
- *Notamment dans le cas d'une notation « sauvage » commençant sans contrat avec l'entreprise, n'y a-t-il pas un risque significatif de conflit d'intérêt ?*

#### Les méthodes d'analyse au sein de l'agence de notation

Les agences 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. Toutefois, ces méthodes ne sont rendues publiques par les agences que dans leurs grandes lignes.

- *Un degré supérieur de publicité sur les méthodes d'analyse serait-il nécessaire ?*
- *Compte tenu de l'importance de la notation pour le crédit des entreprises, la qualité des procédures de notation au sein des agences est-elle suffisamment contrôlée, tant en interne qu'en externe ?*

#### L'accès aux informations privilégiées de l'entreprise

Il est reconnu aux agences de notation un droit à disposer d'information privilégiées de la part de l'entreprise, sous réserve naturellement de conserver ces informations confidentielles et de s'assurer qu'elles ne donnent pas lieu à un délit d'initié. Cette capacité distingue les agences de notation des analystes financiers, qui n'ont en principe accès qu'à l'information publique.

- *L'accès des agences à des informations privilégiées est-il légitime ?*
- *L'information fournie aux agences de notation ne devrait-elle pas être soumise aux mêmes règles que celle qui est fournie aux analystes financiers ?*

## **2. Le marché de la notation financière externe**

Le marché de la notation financière externe est, en principe, un marché concurrentiel. En pratique, il a longtemps constitué un duopole, et, depuis peu, un tripole avec la montée en puissance récente de Fitch. Le faible nombre d'intervenants pose inévitablement la question de la réalité des conditions de concurrence sur ce marché, à la fois en termes de sanction des agences déjà présentes en cas de mauvaise performance, et en termes de capacité de nouveaux entrants à se faire une place.

#### Un marché captif

Comme précédemment indiqué, il est très difficile à un client de faire cesser sa relation commerciale avec une agence de notation : il donnerait alors l'impression de vouloir éviter une notation défavorable, ce qui aurait un impact négatif sur le jugement du marché.

- *Est-il sain que la relation commerciale soit ainsi captive ?*

Plus généralement, y a-t-il une véritable sanction du marché ? Si les clients sont captifs, les utilisateurs le sont-ils aussi ? On constate en ce moment des écarts significatifs entre les *spreads* sur certains émetteurs et les notes qui leur sont attribuées par les agences, ce qui signalerait un désaccord entre les agences et le marché.

- *Un décalage important entre la note et le risque perçu par le marché est-il un constat d'échec pour les agences de notation ? Doit-il constituer pour les agences de notation un sujet de préoccupation ?*

Enfin, les marges d'exploitation très élevées des agences (cf ci-dessus) ne semblent pas compatibles avec l'hypothèse d'un niveau élevé de concurrence. Il faut toutefois noter que les chiffres donnés ci-dessus incluent d'autres activités que la notation financière externe, comme par exemple l'activité liée aux célèbres indices de Standard & Poor's (par exemple le S&P 500).

- *Quelle est la rentabilité réelle de l'activité de notation externe dans les principales agences ?*
- *Quelle est l'évolution future de cette rentabilité ?*

#### Une régulation publique qui accroît les barrières à l'entrée

La notation financière externe est une profession régulée : pour de nombreuses opérations, les émetteurs doivent recevoir une note d'une agence agréée par le régulateur boursier, selon des modalités à peu près similaires dans les principaux pays développés. En France, la COB n'a agréé que les trois agences leaders ; aux Etats-Unis, la SEC a donné un agrément à [7] agences, parmi lesquelles les trois leaders figurent naturellement.

Cette exigence d'agrément renforce naturellement les barrières à l'entrée du marché de la notation externe, qui existent de toute manière : les opérateurs des marchés financiers souhaitent n'utiliser que quelques sources de notation, faute de quoi la complexité de comparaison des différentes échelles de notation serait rapidement paralysante – à moins d'imposer réglementairement une grille de notation unique.

- *Le régulateur devrait-il imposer une grille de notation unique pour développer la concurrence et l'émergence de nouvelles agences ?*
- *Le régulateur devrait-il favoriser activement l'émergence de nouveaux entrants ?*

### **3. Les nouveaux horizons de la notation**

De nouveaux marchés se développent : la notation sociale ; la notation environnementale ; la notation en matière de *corporate governance* (exemples : Core Ratings et Vigeo pour les deux premiers cas, Deminor Rating pour le troisième).

- *Ces marchés ont-ils une pertinence pour les opérateurs des marchés de capitaux ? La notation sociale, environnementale ou de corporate governance pourrait-elle à l'avenir orienter significativement le comportement des investisseurs ? Ou ne s'agit-il que d'une mode passagère, ou encore d'un développement lié aux évolutions de la réglementation publique plus que des marchés financiers eux-mêmes ?*
- *Y a-t-il un lien entre ces marchés émergents et celui de la notation financière ? Y a-t-il des synergies ?*
- *Des notes « combinées » mêlant aux critères financiers des critères sociaux, environnementaux et/ou de corporate governance auraient-elles un sens ?*