



RÔLE DES AGENCES DE NOTATION ET OPPORTUNITÉS D'UNE RÉGULATION

ÉRIC DE BODARD*

La crise de confiance aux États-Unis, causée par les faillites d'entreprises et les scandales retentissants, semble s'être propagée en Europe dans les six derniers mois. Parallèlement, des noms aussi connus que Vivendi Universal, Alcatel, ABB et Ericsson ont vu leur notation passer de la catégorie *investment grade* à celle de « spéculative ». Alors qu'un nombre croissant d'entreprises en Europe ont accusé une baisse de leur performance, et connu de plus grandes difficultés pour faire face à leur endettement et gérer leur liquidité, le rôle des participants des marchés de capitaux - allant des régulateurs, aux analystes et agences de notation - a été mis en question. Pour ce qui concerne les agences, les critiques ont pu sembler contradictoires dans de nombreux cas : soit les agences ont été trop lentes à identifier les vulnérabilités ou les problèmes comptables éventuels ; soit elles ont été trop promptes à abaisser les notations d'entreprises déjà sous pression !

Certains dans le marché - en particulier les émetteurs notés - ont directement ou indirectement appelé à un exercice de tolérance (*forebearance*) de la part des agences. Ceux-ci ont suggéré que les décisions négatives de notation pouvaient s'auto-alimenter, compliquant par là même les efforts du management pour corriger leurs problèmes. Ils ont aussi soutenu que le marché serait mieux servi (ou pour le moins, leurs efforts auraient plus de succès), si les agences bougeaient plus lentement ou alors accordaient un délai de grâce avant de prendre une décision négative.

Dans cet article, nous allons nous efforcer de discuter certains des aspects les plus fondamentaux du modèle opératoire d'une agence, de présenter la valeur ajoutée apportée par une agence sous la forme d'une meilleure efficacité des marchés de capitaux. Nous aborderons aussi la manière selon laquelle le secteur des agences gère les attentes difficiles - et parfois contradictoires - de ses différents clients. En résumé,

* Directeur général de Moody's France.

nous chercherons à répondre aux questions suivantes : que sont supposées faire les agences, qui servent-elles, et ont-elles fait un bon travail ? Nous examinerons aussi quels objectifs une plus grande régulation du secteur pourrait poursuivre, et dans quelle mesure des contraintes réglementaires pourraient avoir des conséquences non recherchées.

LE RÔLE DES AGENCES DANS LES MARCHÉS DE CAPITAUX

Bien que les agences existent depuis plus d'un siècle, et notent des émetteurs européens depuis plus de trente ans, leur rôle en Europe est devenu plus prééminent dans la dernière décennie, au fur et à mesure où les marchés de dette sont devenus plus ouverts et actifs. Dans cette partie, nous aurons pour but de décrire brièvement ce que sont les notations, ce qu'elles cherchent à mesurer, et comment elles sont habituellement utilisées.

Le principal rôle des notations est d'accroître la transparence dans les marchés désintermédiés de dette en contribuant à une meilleure efficacité, en facilitant l'accès au marché, en réduisant l'asymétrie d'informations entre les emprunteurs et les prêteurs, et en renforçant la confiance des investisseurs.

Les notations Moody's sont des opinions sur la qualité de crédit relative future, qui se fondent sur une analyse de crédit fondamentale. Elles se matérialisent à travers l'échelle de symboles maintenant familière, Aaa à C. L'ana-

lyse fondamentale de crédit incorpore une revue des métiers, une analyse financière et une évaluation du management. Les notations de crédit fournissent des mesures de qualité de crédit objectives, cohérentes et simples. De cette manière, elles facilitent l'échange d'informations entre les emprunteurs institutionnels (« émetteurs ») et les prêteurs (« investisseurs »). En règle générale, les émetteurs sont plus renseignés sur eux-mêmes que ne le sont les investisseurs. Moody's permet de réduire cette asymétrie d'informations. Le résultat en est d'accroître le marché potentiel pour les instruments de dette des émetteurs. Les notations réduisent aussi, pour les investisseurs, le coût de collecter, d'analyser et de suivre la situation financière des emprunteurs, dans la mesure où les agences apportent des économies d'échelle et une spécialisation dans la conduite de ces fonctions. Les notations sont un des instruments utilisés par les investisseurs de dette pour évaluer le risque de crédit. Dans leur ensemble, les notations réduisent donc le coût des opérations de prêt et d'emprunt.

QUE RECOUVRENT LES NOTATIONS ?

Une de leurs caractéristiques est leur diffusion publique, qui les rend largement disponibles. Elles sont ainsi considérées comme un « bien public » par les investisseurs et le public. En partie de par leur facilité d'accès, elles ont été adoptées dans des buts qui dépassent ce pour quoi elles ont été conçues. Les régulateurs et les législa-



teurs les utilisent pour mesurer et limiter les risques pris par des entités réglementées, comme les banques. Les contreparties ont inclus les notations dans leurs contrats privés pour les protéger d'une détérioration de crédit. L'utilisation plus large, et parfois dans des buts non voulus ou inappropriés, des notations a pu conduire, dans certains cas, à une mauvaise compréhension de leur contenu, voire à un détournement. Comprendre ce que Moody's entend par ses notations et comment l'agence conduit ses activités peut se révéler utile aux intervenants de marché pour s'assurer de leur bonne compréhension et de leur utilisation à bon escient.

Comme il a été déjà indiqué, les notations représentent des opinions indépendantes qui s'intéressent à juste une composante de la décision beaucoup plus large d'investissement, le risque de crédit. L'analyse de crédit fondamentale représente des opinions de prévisions sur la probabilité qu'un débiteur paiera en temps et en heure ses engagements. Notre analyse couvre aussi la sévérité de la perte, car les différentiels de récupération (exprimés en pourcentage du principal dû) ont un impact fort sur les résultats d'investissement. L'expression analytique des notations peut se comprendre comme des probabilités de défaut (ou de perte attendue) échelonnées sur des horizons de temps. En moyenne, les notations sont censées avoir une corrélation avec les fréquences de défaut, même si elles ne sont pas définies *a priori* comme des estimations précises de défaut.

Mais les notations, en tant qu'opinions de prévisions, sont marquées

par l'incertitude. Elles représentent donc un ensemble de résultats auquel est attaché un ensemble similaire d'incertitudes sur chaque prévision particulière. Par nature, il s'agit là d'analyses subjectives renseignées par des informations financières, stratégiques, sectorielles et statistiques. Si Moody's prend en compte de nombreux scénarios différents, l'agence attribuera normalement une notation fondée sur sa perception du résultat le plus probable - le scénario central - et non pas sur la moyenne pondérée des probabilités de résultats possibles. Les fluctuations normales de l'activité économique font partie de ces scénarios. En incorporant nos vues sur la probabilité de survenance de ces scénarios, nous assurons à nos notations une relative stabilité à travers les cycles économiques et un sens de l'horizon de temps. Dans la mesure où nous ne sommes pas contraints par le respect de la confidentialité de l'information, nous nous efforçons d'expliquer notre argumentaire de façon aussi clair que possible.

LES NOTATIONS SONT-ELLES PRÉDICTIVES ?

Il va de soi que les émetteurs - et leur management - sont plus directement affectés par un abaissement de note, et ont donc tendance à ne pas être d'accord avec une opinion négative, voire même peuvent être tentés de supprimer ou de repousser la publication d'une telle opinion. Une objection classique consiste à affirmer que l'agence a agi de façon arbitraire ou sans prendre en compte tous les

facteurs pertinents, et s'est donc « trompée ». Mais, s'il est vrai qu'il y a nécessairement de l'incertitude sur une opinion de notation particulière, le caractère prédictif de nos notations a été constaté de manière constante sur de nombreuses années. Moody's ainsi que des professeurs d'université non liés à l'agence ont publié des études qui démontrent de manière convaincante que les obligations notées en haut de l'échelle ont fait défaut moins fréquemment que celles positionnées en bas de l'échelle. À titre d'illustration, si les notations en Europe sont assez élevées avec une valeur médiane de « A2 », ou milieu de l'échelle *investment grade*, l'émetteur défaillant en Europe a une notation en moyenne de « B3 », soit le bas du « spéculatif », trois années avant cette défaillance. Exprimées simplement, en tant qu'opinion regardant vers le futur, les notations font, de manière efficace, la distinction entre les obligations au risque de crédit élevé et celles avec un risque plus faible.

Mais, de par sa nature, une opinion sur le futur empreinte d'incertitude - même si elle est bien réfléchie et valable - peut être contestée par d'autres, et peut ne pas se réaliser dans le cas d'espèce. Les prévisions météorologiques peuvent fournir une analogie utile. Pour un jour particulier quelconque, une prévision peut tableur sur l'arrivée de la pluie avec une certaine probabilité, disons 60 %. Dans les faits, il pleuvra ou ne pleuvra pas et, dans certains cas, la prévision sera incorrecte. Néanmoins, la qualité du météorologue ne pourra être jugée que sur un échantillon statistique suffisamment large pour assurer une

évaluation statistique valable des prévisions de probabilités. Si les agences, ou tout autre fournisseur d'opinions, étaient tenus à un standard tel qu'ils ne pourraient jamais publier une opinion « fausse », la conséquence en serait de les empêcher en pratique de fournir toute opinion significative. En dernier ressort, les marchés financiers disciplinent les agences, dans la mesure où les investisseurs n'utilisent et ne demandent que les opinions auxquelles elles attribuent du crédit. Si une agence ne peut établir le caractère prédictif de ses opinions, les investisseurs délaisseront ses notations.

LA GESTION DES NOTATIONS

Précisément à cause de son importance potentielle sur l'émetteur et l'investisseur, Moody's prend en considération avec soin et attention toutes les informations pertinentes pour une notation. Moody's a conscience du fait que ses notations peuvent potentiellement devenir des prévisions qui s'auto-alimentent (*self-fulfilling prophecy*). En particulier, pour ce qui est des abaissements, la potentialité de cette auto-alimentation requiert d'éviter des prévisions négatives « fausses ». Pour ce faire, même si Moody's n'applique pas de tolérance (*forebearance*) dans son processus de décisions et de dissémination de notations, nous conduirons ce processus de manière judicieuse, et nous pourrions accepter certains délais pour nous assurer que toute l'information appropriée est prise en considération.

Si les données financières (et les mar-



chés) peuvent changer, et dont les faits changent, l'opinion qui prévaut dans les marchés est que la qualité de crédit, tout particulièrement pour les sociétés aux notations plus élevées, est une composante intrinsèque de l'émetteur qui prend un certain temps pour s'altérer. La plupart des intervenants de marché soutiennent (à tort ou à raison) qu'un renversement de notation - à savoir un rehaussement suivi d'un abaissement ou vice versa - serait la preuve d'une « erreur » de notation. De plus, la nature potentiellement d'auto-alimentation des notations crée un biais fort à l'encontre des prédictions négatives « fausses », car les notations pourraient devenir une cause soit en raison de la réaction des marchés à des changements de notes, soit en raison de l'utilisation de celles-ci dans des accords entre l'émetteur et les investisseurs, ou d'autres contreparties (*rating triggers*). Ceci n'est pas dû au fait que les agences s'acquitteraient mal de leurs tâches, ou différemment du passé ; au contraire, leur historique de qualité et d'objectivité induit les marchés à réagir aux changements de notes au point que des signaux additionnels (perspectives et mises sous revue) et un examen soigneux sont requis.

L'argument que nous souhaitons mettre en avant est le suivant : les notations Moody's contribuent à la stabilité des marchés de dette, en raison de la manière selon laquelle le système de notation est géré : en particulier, la notation à travers les cycles, l'ancrage dans l'analyse fondamentale, le fait d'éviter les signaux « erronés » et la prise en compte de l'ensemble des informations pertinentes avant de prendre une décision.

LE MODÈLE OPÉRATOIRE D'UNE AGENCE

Le modèle de fonctionnement d'une agence est fondé sur la fourniture d'opinions de qualité à des investisseurs et intervenants de marché, tout en encaissant la plus grande part de ses revenus des émetteurs. Selon la première analyse, cet arrangement constitue une source potentielle de conflits d'intérêts pour l'agence. La validité de cette préoccupation n'est pas en soi diminuée par le fait que les critiques semblent surgir plus du camp des émetteurs ou que les agences existent depuis plusieurs décennies. En fait, il existe plusieurs niveaux de protection qui se combinent pour faire contrepoids à ce risque potentiel.

LES CONTREPOIDS AUX CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

Dans la considération par les législateurs et les régulateurs des conflits d'intérêts potentiels existant dans les marchés de capitaux, il est important de souligner le rôle particulier, voire unique, joué par les agences. Celles-ci sont très différentes des entreprises d'investissement en cela qu'elles ne maintiennent pas de marchés, elles n'émettent pas de recommandations d'achat ou de vente, et elles ne proposent pas de conseils en placement. Les agences n'ont donc pas le même niveau de conflits d'intérêts, parce qu'elles n'ont pas d'autres services à offrir en ventes croisées ; et la rémunération des

analystes n'est pas liée aux revenus générés par l'émetteur pour l'agence. Le marché, et les pratiques internes de Moody's, fournissent un certain nombre de protections additionnelles.

Discipline de marché: d'abord et avant tout, les émetteurs sollicitent des notations parce que les investisseurs le leur demandent avant d'acheter leurs émissions. Les investisseurs ne demanderont que les notations qu'ils estiment crédibles. Il en résulte que la valeur des notations est, de manière ultime, fondée sur la crédibilité de l'agence auprès des investisseurs. Cette crédibilité est la contrainte du marché sur nos services.

Procédures internes de protection: pour protéger cette crédibilité sur le marché, Moody's a, de longue date, mis en place des politiques et des procédures pour faire contrepoids aux conflits de notre modèle opératoire et protéger l'indépendance des analystes. Celles-ci incluent : l'indépendance des niveaux de notation et des relations commerciales ; le respect de la confidentialité des informations ; l'interdiction, pour les analystes, de détenir des titres des entreprises qu'ils analysent ; un *reporting* interne sur les transactions de marché effectuées ; une rémunération des analystes déconnectée des revenus générés par les entreprises qu'ils notent ; et une attribution des notations par un comité fonctionnant sur une règle de vote à la majorité.

Relations avec les émetteurs : au-delà de la séparation des niveaux de note de la relation commerciale mentionnée ci-dessus, l'indépendance des opinions de Moody's sur l'émetteur est assurée par la gestion de cette relation. Moody's ne s'abstiendra pas de prendre une

décision du fait de l'effet potentiel de la décision sur l'émetteur. De plus, Moody's a une faible dépendance liée à une concentration éventuelle de ses revenus, comme aucun des émetteurs ne représente plus que 1,5 % de ceux-ci, la grande majorité est inférieure à 0,25 %.

AGENCES ET RÉGLEMENTATION

Si les agences ont fait l'objet de discussions dans le marché, ceux qui ont exprimé une préoccupation ont souvent des motivations servant leurs intérêts particuliers, ou peuvent avoir des objectifs contradictoires. Naturellement, les émetteurs veulent des notations plus élevées et plus de contrôles sur les agences. Les investisseurs, de leur côté, souhaitent en général des notations de qualité et ponctuelles (en dépit du fait que parfois, ils préféreraient ne pas subir de dégradation sur des instruments qu'ils détiennent, dans la mesure où il pourrait en résulter une perte de valorisation !). Les régulateurs désirent la transparence, la protection des épargnants, l'intégrité des marchés et, dans certains cas, la stabilité financière.

La question de la réglementation des agences doit d'abord s'intéresser au fait de savoir si les agences remplissent convenablement leur rôle. La seconde question est de voir si une réglementation potentielle pourrait avoir des effets bénéfiques sur les marchés de capitaux.

Les agences ont joué un rôle positif dans les marchés financiers, et il n'y a pas de preuve que leur modèle



opérateur est cassé. Un large spectre d'intervenants, y compris les régulateurs, ont foi, valorisent et s'appuient sur l'indépendance et l'expertise que Moody's offre. Les agences fonctionnent toujours sous les contraintes étroites des marchés, ainsi que sur celles qu'elle s'est imposées. Prises globalement, les notations de Moody's ont montré qu'elles avaient un contenu prédictif avec des défauts étroitement corrélés avec les niveaux de notation et les horizons de temps. Le fait qu'un émetteur spécifique fasse défaut - même si c'est inattendu - n'est en aucun cas une preuve que les notations sont « imprécises ». Plus de 3 500 des 16 000 entreprises notées depuis 1920 ont fait défaut à un moment donné. Au niveau d'une opinion individuelle, il est impossible d'évaluer la « fausseté » en se fondant sur la non-réalisation d'un résultat qui n'était jamais plus qu'une possibilité parmi un ensemble de résultats potentiels. De plus, comme il est noté plus haut, les agences jouent intrinsèquement un rôle moins conflictuel que les entreprises d'investissement et sont soumises à une stricte discipline de marché (ainsi qu'à celle qu'elles s'imposent à elles-mêmes). Elles ont aussi mis en évidence, de façon constante, leur capacité à gérer leurs conflits d'intérêts sans comportements répréhensibles.

La réglementation peut avoir des conséquences négatives non recherchées sur la qualité des notations. Les principaux risques que la réglementation peut induire sont de quatre ordres : la limitation de la diversité des opinions ; le *rating shopping* ; une augmentation de la volatilité de marché ; ou une concurrence entre les agences sur les prix plutôt que sur la qualité du service.

Il existe une tendance naturelle, pour ceux qui sont potentiellement sujets à des opinions défavorables, d'essayer de contrôler les fournisseurs d'opinions au détriment d'opinions objectives et candides. Une surveillance administrative, si elle est influencée par les entreprises ou les pays souverains cherchant à protéger leurs intérêts étroits, pourrait conduire à l'exercice de pressions dans le but de supprimer les opinions non souhaitées, ou à l'alourdissement de la charge de l'expression de telles opinions.

Le *rating shopping* - dans lequel les agences se distinguent entre elles, non sur la qualité ou l'indépendance, mais sur le niveau de notation - est un second risque. Cette éventualité ne doit pas être sous-estimée dans un environnement où les investisseurs ne fournissent plus la discipline essentielle, pour distinguer les notations les plus crédibles et les plus fiables.

Au-delà des éléments mentionnés ci-dessus sur la gestion de nos notations, toute initiative, qui viserait à limiter l'échange d'informations avec l'agence, pourrait amener à plus de volatilité dans nos opinions, dans la mesure où la fréquence de changement de nos opinions pourrait s'accroître, et nos notations devenir plus réactives - car moins renseignées - à des annonces publiques, que nous n'aurions pu incorporer par avance.

Enfin, un système de réglementation qui tenterait d'harmoniser les méthodologies et les résultats limiteraient inévitablement la capacité du secteur à évoluer, et à améliorer la sophistication de son analyse, pour faire face à la plus grande complexité des structures de financement, et de celle des émetteurs.

Nous sommes persuadés que les besoins du marché continueront à être mieux servis par une concurrence entre les agences axée sur la qualité des notations mesurée par leur capacité prédictive. De plus, nous pensons avoir en place des pratiques et des procédures qui seraient cohérentes avec toute réglementation raisonnable. Nous nous conduisons déjà avec la plus grande éthique et le plus grand professionnalisme pour servir les investisseurs, et donc nous ne considérons pas la réglementation comme matérielle pour ce qui concerne la conduite de nos activités.

Une réglementation éventuelle devrait se concentrer sur les procédures, non sur les résultats de notation individuels. Le suivi des conflits d'intérêts latents et la surveillance de standards de précaution raisonnable - appliqués

au processus de notation dans son ensemble - pourrait constituer un domaine raisonnable d'investigation par les régulateurs, s'ils souhaitent s'assurer de l'intégrité d'agences particulières. Néanmoins, les régulateurs doivent prendre grand soin de ne pas miner ou restreindre la pluralité des opinions fournies par les agences au marché, et de maintenir des incitations à un exercice de la concurrence sur la qualité sans susciter d'obstacles à l'indépendance et l'objectivité.

La profondeur et la largeur des marchés de capitaux, et la croissance rapide des marchés de dette en Europe, ont indéniablement été aidées par l'existence d'opinions de crédit indépendantes largement acceptées et reconnues.