



LE RÔLE DES AGENCES DE NOTATION

UNE INTERVIEW D'ALISON LE BRAS*

Les agences de notation ont joué un rôle important dans le développement des marchés de dette mondiaux et ce rôle a pris de l'importance en Europe avec l'introduction de l'EMU et de la monnaie unique au début de 1999, qui ont accéléré l'expansion des marchés de dette.

Fitch est l'une des trois principales agences internationales de notation. Qu'est-ce qui la différencie des deux géants américains Standard & Poor's et Moody's ?

Fitch est la seule grande agence de notation à capitaux européens. En 1992, FIMALAC, groupe diversifié fondé par Marc de Lacharrière et coté à la Bourse de Paris, a acquis l'agence de notation britannique IBCA. En 1997, FIMALAC a racheté l'américain Fitch Investor Services qui a été fusionnée avec IBCA pour former l'agence Fitch IBCA. En 2000, FIMALAC a acquis une autre grande agence de notation, Duff and Phelps Credit Rating Co., qui a été fusionnée avec Fitch IBCA pour former l'actuel groupe Fitch qui est aujourd'hui la troisième agence de notation mondiale. Le groupe, qui dispose d'un double siège social à New York et à Londres, a 1 100 collaborateurs répartis dans 40 bureaux et filiales dans le monde. L'agence intervient dans 75 pays où elle note au total 1000 institutions financières, plus de 800 corporates, 700 compagnies et mutuelles d'assurances, 69 Etats souverains et 62 collectivités locales hors Etats-Unis. De plus, elle assure une surveillance sur 3 300 opérations de titrisation et 17 000 obligations municipales nord-américaines. Quoique derrière les deux géants américains Standard & Poor's et Moody's en termes de revenus et d'effectifs, Fitch a conquis d'importantes parts de marché dans la plupart des pays

* Managing Director, Financial Institutions, Fitch Francs SA



et des secteurs où elle intervient. L'agence est très présente hors d'Europe, mais elle a conservé la forte orientation européenne d'IBCA qu'elle continue à développer. L'agence est particulièrement réputée dans la notation des institutions financières européennes, où elle est leader du marché dans plusieurs pays et détient une part de marché totale de 66 % (ce qui est plus élevée que celles de Standard & Poor's et Moody's). Elle est également leader du marché européen de la titrisation et a par ailleurs développé une expertise reconnue dans certains secteurs industriels et commerciaux, comme l'énergie, les télécoms, l'immobilier, la construction et la distribution. Le fort positionnement de l'agence sur le marché européen est rehaussé par son actionnariat européen ainsi que sa présence dans les principaux centres financiers européens ; en effet, à part son bureau à Londres, Fitch a des bureaux et filiales à Paris, Barcelone, Francfort et Milan.

Qu'est-ce que Fitch peut offrir sur les marchés européens que les agences américaines ne proposent pas déjà ?

2

Tout d'abord, une alternative. L'industrie de la notation a été monopolisée pendant de nombreuses années par Standard & Poor's et Moody's. La plupart des émissions de dette devant être notées par deux agences, les émetteurs n'avaient d'autre choix que de s'adresser à ces dernières. Ce n'est plus le cas aujourd'hui : les émetteurs ont le choix entre trois agences, ce qui a permis la création d'une situation concurrentielle plus saine.

Deuxièmement, une connaissance approfondie des marchés européens. Les analystes travaillant dans les bureaux européens de Fitch sont pour la plupart originaires des pays dans lesquels ils travaillent et sont donc très proches de leur marché, des émetteurs et des autorités de tutelle. Cela leur permet non seulement d'avoir une parfaite compréhension de la problématique des sociétés qu'ils notent, et inspire aussi davantage confiance aux émetteurs.

Enfin, Fitch est réputée pour la grande qualité de sa recherche que l'agence diffuse à une vaste clientèle d'abonnés (plus de 3000), et qui a constitué un facteur déterminant de son succès en tant qu'agence de notation réellement mondiale. Cette recherche est diffusée sur divers supports, dont le réseau Internet. Le site de l'agence, www.fitchratings.com, a reçu une moyenne de 80 000 consultations par jour et 260 000 rapports ont été téléchargés en un an.

Les propositions visant à modifier les accords de Bâle de 1988 sur les normes d'adéquation des fonds propres pour les banques, exposées dans le document consultatif publié par le Comité de Bâle en juin



1999, pourraient déboucher sur un pouvoir accru de la notation. Quelle est la position de Fitch sur ces propositions ?

D'une façon générale, Fitch estime que les amendements proposés vont largement améliorer l'accord initial de 1988, critiqué presque immédiatement par de nombreux acteurs du secteur pour sa simplicité. Plus précisément, l'accord modifié améliorera l'information des banques sur leurs risques de crédit et les aidera ainsi à renforcer leurs procédures et systèmes de contrôle du risque de crédit, y compris une allocation de capitaux plus efficace, en renforçant les liens entre le capital économique et le capital réglementaire. De ce point de vue, il bénéficiera globalement à l'industrie bancaire.

En décembre 1999, Fitch a soumis au Comité de Bâle un document exposant les grandes lignes de sa position concernant les principales propositions contenues dans le nouvel Accord, en particulier sur l'utilisation des notations externes et internes pour déterminer la pondération des risques, l'augmentation des pouvoirs accordés aux instances nationales de surveillance bancaire et aux mesures destinées à améliorer la discipline de marché. En ce qui concerne le recours aux notations externes, Fitch a émis quelques réserves sur la façon dont le Comité propose de les utiliser pour déterminer la pondération des risques. En effet, la proposition du Comité est en désaccord avec la façon dont les agences de notation ont conçu l'utilisation des notes, ce qui pourrait entraîner une mauvaise interprétation des messages donnés aux marchés. Fitch (et, à notre connaissance, les autres agences de notation) s'efforce d'assurer une cohérence de son échelle de notation dans tous les secteurs. Or, les propositions du Comité présupposent qu'un Etat souverain ayant une note comprise entre « AAA » et « AA- » représente un meilleur risque de crédit qu'une banque ou un corporate ayant la même note. De même, la commission pose de façon implicite qu'un souverain noté entre « A+ » et « A- » est un meilleur risque qu'une banque ayant la même note, laquelle est elle-même un meilleur risque qu'un corporate noté au même niveau. A notre connaissance, il n'existe aucun élément permettant de corroborer cette position. Si c'était le cas, nous procéderions alors à une modification de nos notes.

Pour Fitch, il semble que le but du nouvel Accord soit d'établir une meilleure adéquation entre les exigences réglementaires de fonds propres et les meilleures évaluations du risque sous-jacent. Cela devrait permettre, en retour, de réduire le recours à l'arbitrage réglementaire. En outre, la Commission suppose, à juste titre espérons-nous, que le fait de mettre à la portée des instances de surveillance nationales des organismes extérieurs, comme les agences de notation ou les agences de crédit à l'exportation, leur permettra de disposer de la meilleure évaluation



indépendante de ces risques. Toutefois, le dispositif proposé par le Comité se traduira par un mélange des points de vue exprimés par les agences de notation, auquel se superposeront les opinions des instances réglementaires. Fitch pense que le Comité pourrait favoriser l'émergence d'une vraie culture de crédit sur le marché bancaire si l'allocation des fonds propres était rendue fonction d'un système cohérent de notations.

Les autres grandes préoccupations de Fitch à propos de l'utilisation des notations externes est le traitement que le Comité propose d'appliquer aux notations corporates. Selon l'analyse que nous en avons, la proposition du Comité selon laquelle seules les entités notées entre « AAA » et « AA- » auraient un moindre coût en fonds propres résulterait du fait qu'une échelle de pondérations plus large et plus diversifiée serait inéquitable pour les corporates d'un pays où la notation n'est pas la norme. Bien entendu, Fitch n'est pas impartial sur ce sujet, mais néanmoins, il nous est difficile d'imaginer que les difficultés et le coût générés par une notation sont tels qu'il faille proposer un système discriminatoire envers les corporates notés « A ». Les entreprises de cette taille disposent largement des ressources nécessaires pour rémunérer un processus de notation si elles souhaitent s'y engager. Si le Comité fixe les notations au niveau proposé, il sera constamment sollicité par les entreprises déjà notées pour qu'elles puissent, de toute urgence, retirer les mêmes bénéfices de leurs notes que les banques et les souverains, en arguant du fait, assez justifié, que le système proposé est inéquitable.

Ce système de notation des corporates pose un autre problème potentiel, celui d'une volatilité excessive. Dans la réalité, le taux de défaut d'une entreprise varie très peu entre les niveaux de note « AA » et « A ». Toutefois, d'après la proposition, si une entreprise tombait en dessous de « AA- », elle coûterait cinq fois plus de fonds propres à sa banque. Une différence aussi forte non liée au marché conduirait certainement à un important arbitrage réglementaire et probablement à une volatilité accrue. Fitch n'est pas le seul observateur à avoir exprimé cette crainte et il semblerait que le Comité examine actuellement la possibilité d'améliorer la gradation des pondérations de risque, peut-être conjointement à un élargissement des catégories de notes elles-mêmes. Toutefois, alors qu'une telle approche peut permettre d'éviter des différentiels trop abrupts, elle pourrait compromettre l'un des principaux points forts de l'amendement, à savoir sa relative simplicité.

La réaction du marché à l'utilisation de notations externes pour déterminer les pondérations des risques a été plutôt négative, comme on peut le comprendre. Parmi les principaux arguments avancés, il y a le fait que ces propositions donneraient trop de pouvoir aux agences de notation et que celles-ci commettent des erreurs. Bien que ces critiques



nous semblent assez fondées, la vraie question n'est pas de savoir si le nouveau système proposé est parfait, mais s'il est meilleur que l'actuel. Par ailleurs, les opposants aux notations externes devraient proposer une solution au moins équivalente, sinon meilleure. Ces solutions sont particulièrement absentes des critiques que nous avons lues ou entendues. Notre opinion est que l'usage de notations externes pour une partie des portefeuilles bancaires sera incontestablement supérieur au système actuel et permettra une allocation de fonds propres plus efficace et plus prudente.

Pourtant, l'usage de ratings internes est certainement la meilleure solution ?

Assurément, et il est clair que les banques seraient ravies de pouvoir baser leurs pondérations de risques sur leurs propres notations internes. Cependant, même si nous sommes favorables au recours accru à la notation interne et que nous sommes réellement impressionnés par les progrès que les banques font dans ce domaine, nous pensons que peu d'entre elles disposent, aujourd'hui, de systèmes de notation suffisamment solides et qu'elles n'ont pas l'objectivité nécessaire pour que leur seule appréciation suffise à l'établissement de leurs pondérations de risques. Pour mettre en place de tels systèmes, les banques doivent disposer de bons historiques de taux de défaut et de recouvrement et ce, sur différents secteurs industriels et instruments bancaires. Nous avons pu constater que très peu de banques disposent à l'heure actuelle de ces données et si c'est le cas, elles ne concernent qu'une petite fraction de leurs activités. A notre avis, il est probable que les systèmes de notation interne ne seront mis en place que progressivement.

Il est clair que l'objectif final des banques est d'évoluer vers un système de modélisation pour l'attribution de notes à leurs contreparties. Est-ce que ce ne sera pas au détriment des notations externes ?

Dans une certaine mesure, oui. Néanmoins, Fitch voit dans le recours aux modèles d'évaluation des risques de crédit une évolution positive pour le secteur. Ces modèles améliorent la connaissance qu'ont les banques de leur structure de risque et, par conséquent, renforcent les systèmes de contrôle des risques. Par ailleurs, pour attribuer des notes, qui doivent être comparables au sein de tous les établissements, les banques doivent être en mesure de construire des historiques de taux de défaut et de recouvrement dans tous les secteurs. Ces informations sont utiles à tout le monde, surtout dans la mesure où elles améliorent la tarification des risques et permettent aux institutions financières de



titriser plus facilement leurs actifs. Ce dernier facteur profitera certainement aux agences de notation qui ont largement bénéficié de la croissance des marchés de la titrisation de dette partout dans le monde depuis 10 ou 15 ans. Toutefois, les modèles d'évaluation des risques de crédit ne profiteront sans doute vraiment qu'aux grandes banques disposant de moyens très élaborés, du fait des coûts de mise en place de ces systèmes. De plus, les régulateurs auront du mal à comparer des modèles provenant d'institutions différentes, y compris au sein d'un même pays, sans mentionner les difficultés à faire des comparaisons transnationales. La cohérence des modèles sera donc un paramètre majeur bien que, au fil du temps, les méthodologies finiront par converger comme cela a été le cas pendant les dix dernières années pour les modèles de VAR utilisés pour mesurer l'exposition des banques aux risques de marché.

Quelles sont donc les conséquences, pour l'industrie de la notation, des propositions de modification des Accords de Bâle de 1988, en supposant qu'elles soient adoptées dans le nouvel accord ?

Bien que les modifications proposées à l'Accord de 1988 risquent d'accroître de façon importante le rôle des notations et des agences de notation, ce n'est pas la première fois que les notes ont été utilisées par les instances réglementaires. Ainsi, aux Etats-Unis, elles sont utilisées depuis de nombreuses années. La Directive européenne de 1995 sur l'adéquation des fonds propres ainsi que l'amendement de 1997 aux Accords de Bâle de 1988 ont conféré aux notations un rôle mondial, quoique modeste, dans le calcul des besoins réglementaires en fonds propres pour couvrir les risques de marchés. Toutefois, les révisions proposées pourraient accroître de façon significative le rôle des notations et renforcer l'aspect institutionnel de leur rôle réglementaire, accroissant par là même leur importance et celle des agences. Cependant, Fitch ne pense pas que, pour ce qui concerne l'agence, sa responsabilité s'en trouvera accrue dans la mesure où, compte tenu de la situation qu'elle occupe dans ce secteur, elle est déjà responsable de ses décisions envers sa clientèle d'investisseurs et d'émetteurs.

Le nouvel accord sera-t-il une manne pour les agences de notation ?

A supposer que le Comité de Bâle adopte l'usage des notations externes pour déterminer la pondération des risques (au moins pour certaines parties de leurs portefeuilles de prêts), de nombreux observateurs pensent que ces amendements constitueront une aubaine pour l'industrie de la notation. Fitch ne partage pas cette opinion. Certes, les changements proposés profiteront à l'industrie de la notation en



général, mais Fitch, à l'instar de S&P et Moody's, dispose déjà d'une couverture très étendue du secteur bancaire ainsi que des souverains. En conséquence, en termes d'activité, les propositions n'auront de conséquences importantes que sur le marché des corporates, secteur où le taux de pénétration est le plus faible pour toutes les principales agences de notation. Fitch pourrait avancer que les conséquences ininterrompues de la désintermédiation financière sur les marchés bancaires et les marchés mondiaux de dette sont autrement plus importantes à cet égard. Par exemple, si le secteur bancaire allemand était restructuré, permettant à ses marchés de dette de jouer un plus grand rôle dans le financement de l'industrie nationale, cela aurait des conséquences majeurs sur l'utilisation des notations de dette et sur l'étendue du portefeuille de notations de Fitch.

Les agences de notation constituent déjà un oligopole et nous comptons que le Comité et les autres instances réglementaires auront la volonté de s'assurer que, dans la mesure du possible, une saine compétition s'installe dans ce secteur. Nous comprenons les inquiétudes que le Comité peut nourrir au sujet des compétences professionnelles des agences de notation nouvellement créées, mais il nous semble que le risque de voir sévir une agence malhonnête est limité dans la mesure où c'est le marché qui va décider de la crédibilité des agences. Dans tous les cas, en raison de l'impact limité des propositions du Comité, Fitch ne pense que leur mise en œuvre encouragera l'arrivée de nouveaux entrants dans le secteur, surtout du fait que les barrières à l'entrée y sont extrêmement élevées. En conséquence, la probabilité que s'établisse avec succès une nouvelle agence mondiale est extrêmement lointaine. Il se peut toutefois que des agences de notation se créent dans des niches (que ce soit sectorielles ou géographiques), mais elles seront confrontées à des conditions d'activité très difficiles et celles qui réussiront à s'établir seront probablement rachetées par l'une des « Trois Grandes ». De fait, les propositions du Comité profiteront aux agences qui auront la couverture la plus étendue, ce qui accentuera encore l'oligopolisation du secteur et accroîtra l'écart entre les « Trois Grandes » et le reste du marché.

L'Accord amendé pourrait-il déboucher sur une réglementation de l'industrie de la notation ?

La question de savoir qui note les agences de notation est débattue depuis l'origine de leur activité. Fitch pense que les changements proposés aux Accords de 1988 continueront à alimenter ce débat compte tenu de la perception du pouvoir accru de cette activité. Cependant, il est peu vraisemblable que l'Accord ajoutera au poids réglemen-



taire formel des agences de notation. Fitch et les autres agences sont déjà réglementées à l'entrée, c'est-à-dire que lorsqu'une agence souhaite établir une présence sur un marché local, elle doit se soumettre dans pratiquement tous les pays à un processus d'agrément formel de la part des autorités locales des marchés des valeurs mobilières. Une fois l'agrément obtenu, bien que le dispositif réglementaire soit très léger, les agences demeurent responsables envers les autorités locales et peuvent être exclues du marché en cas de comportement inapproprié ou irresponsable. Par ailleurs, tout accroissement du poids de la réglementation formelle devrait surmonter d'énormes obstacles d'ordre pratique dont le moindre n'est pas la question de savoir comment on peut réglementer des opinions.

Alors que la réglementation formelle de l'activité de notation est minimale, la réglementation informelle est toujours présente. Plus précisément, les forces du marché, la confiance et le jugement sont de loin les influences réglementaires les plus fortes qui affectent l'industrie de la notation. Aucune agence de notation ne peut se permettre de perdre sa crédibilité auprès du marché puisque, sans celle-ci, ses opinions deviennent sans valeur et elle perd sa clientèle. Une agence de notation doit avoir un comportement responsable et exprimer de façon claire ses principes et ses décisions, faute de quoi le marché la jugera très durement et s'empressera de marginaliser ses activités.