

Les agences de notation : pompiers ou pyromanes ?

Willy N. ANNICETTE, Consultant confirmé

Moody's, Standard & Poor's, Fitch, le nom de ces trois sociétés qui se partagent le marché mondial de la notation financière apparaît de manière récurrente dans l'actualité financière de ces derniers mois.

Sociétés financières chargées d'émettre des avis sur la solvabilité des emprunteurs, elles font la pluie et le beau temps sur les marchés financiers et la vie des entreprises.

Les récentes difficultés qu'ont connues dernièrement bon nombre d'institutions bancaires dans le monde ont mis en lumière la spécificité de leur rôle et l'une de leurs principales caractéristiques : leur indépendance.

Bien que souvent décriées, ce sont pourtant des intervenants financiers dont l'influence sur les marchés et les sociétés est primordiale. La présence de tels acteurs est en effet nécessaire afin de rendre publique l'information privée.

Le présent article vise à présenter les acteurs très particuliers que sont les agences de notation financière, leur rôle et influence de même que leurs limites.

Origine et acteurs en place

La notation financière apparaît aux États-Unis à la suite du développement des marchés des émissions publiques.

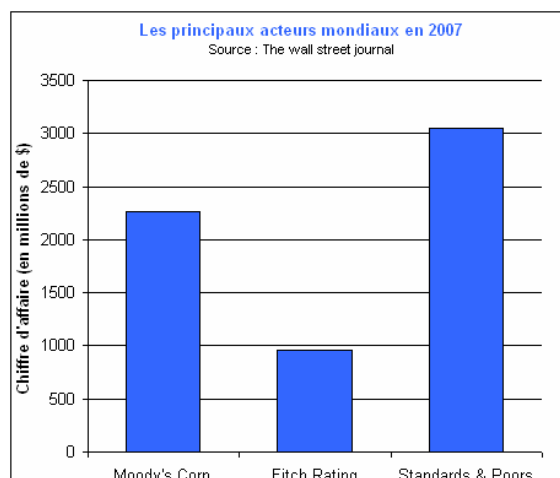
Limitée à ses débuts aux sociétés privées américaines, elle ne tardera pas à s'appliquer aux sociétés étrangères. Tant l'internationalisation des marchés que leur désintermédiation, intervenue dans les années 80, accentuera un besoin toujours plus prononcé de transparence aux niveaux des investisseurs internationaux. C'est précisément ce qui a incité les emprunteurs à se faire noter afin de pouvoir séduire les acheteurs potentiels de leurs titres à court terme ou de leurs obligations.

C'est John Moody qui, en 1909, publia le premier recueil de notation aux États-Unis, une nouvelle approche de l'analyse du risque qui supplanta celle mise au point par Dun & Bradstreet vers les années 1850 et qui définissait la notation comme une analyse de crédit.

La notation n'a été introduite en France qu'en 1975 par l'intermédiaire de la Caisse Nationale des Télécommunications.

Son essor n'intervient toutefois qu'au milieu des années 80, avec la création d'un marché de titres de créances négociables (billets de trésorerie et certificats de dépôts, par exemple) et la volonté des pouvoirs publics concrétisée par une réglementation de plus en plus contraignante.

On compte principalement 3 grands acteurs au niveau mondial.



- Standard & Poor's (NY) : Spécialisée dans la notation des sociétés industrielles, filiale du groupe Mc Graw & Hill depuis 1966.
- Moody's Investors Service (NY) : Société indépendante depuis 2000 auparavant filiale du groupe Dun & Bradstreet.
- Fitch Investors Service (NY) : fondée en 1913, Filiale du groupe français FIMALAC depuis 1997, leader dans la notation des établissements bancaires.

La notion du risque de défaillance/défaut, un terme ambigu

Il apparaît nécessaire de clairement définir la notion de défaillance/défaut, car celle-ci peut revêtir divers sens ; en effet, si un arriéré de paiement de 90 jours en Espagne constitue une défaillance de la part de l'emprunteur, l'Association Italienne des Banques comptera 180 jours avant de parler de défaillance.

Cette même notion, selon l'article 414 du « nouvel accord de Bâle », est définie comme suit :

"Un défaut de la part d'un débiteur intervient lorsque l'un des deux évènements ci-dessous se produit, sinon les deux :

- La banque estime improbable que le débiteur rembourse en totalité son crédit au groupe bancaire sans qu'elle ait besoin de prendre des mesures appropriées telles que la réalisation d'une garantie (si celle-ci existe),
- L'arriéré du débiteur sur un crédit important dû au groupe bancaire dépasse 90 jours. Les découverts sont considérés comme des créances échues dès que le client a dépassé une limite autorisée ou qu'il a été averti qu'il disposait d'une limite inférieure à l'encours actuel".

En revanche, les agences de notation (Moody's, S&P et Fitch) considèrent le défaut de paiement des intérêts ou du principal d'un titre de dette. Le défaut se produit dans les trois cas suivants :

- Défaut ou retard de paiement des intérêts ou du principal (incluant les retards de paiement ayant fait l'objet d'une négociation),
- Faillite du débiteur : chapitre 7 & 11 du "Default and Recovery rate of Corporate Bond Issuers" de Moody's Investor Service (2004).

- **Modification du contrat initial :**

- Où le débiteur donne au détenteur du titre de nouvelles valeurs dans le but de faire diminuer ses obligations financières où,
- Avec le but apparent d'aider l'emprunteur à éviter le défaut de paiement.

Les agences de notation à la loupe

Une agence de notation, plus communément appelée agence de rating est chargée de caractériser le risque de solvabilité de l'emprunteur, en d'autres termes, le risque de non remboursement de ses dettes (niveau d'endettement) et ce, en principe, pour toutes les organisations empruntant sur les marchés de capitaux (publiques et privées).

Hormis les "blue chips" (c'est le surnom généralement attribué au titre émis par une société que l'on pense être en excellente santé financière), sur la plupart des marchés, l'ensemble des entreprises émettrices de titres de créance sur les marchés de capitaux, qu'elles soient cotées ou non, doivent être notées par une agence de notation externe.

Du fait de leur connaissance de l'analyse de crédit, les agences de rating jouissent d'une reconnaissance internationale. Leurs analyses reposent sur une étude des bilans, des cours historiques des émissions précédentes et sur des éléments plus qualitatifs liés à la stratégie de l'entreprise, à la composition de son management ou à son environnement.

De plus, elles ont le droit d'effectuer des visites sur site et des entretiens des dirigeants de sociétés qui leur fournissent des informations confidentielles sur leurs performances, investissements et comptabilité.

Le périmètre d'action de ces agences ne s'arrête pas là : elles peuvent être également sollicitées via la délivrance d'un scoring externe, lors d'accords de prêts de gré à gré (Over The Counter) par les banques et les établissements de crédit.

C'est sur le fondement des notations que sont fixés les montants des lignes de crédits et les taux de prêt accordés à un emprunteur.

De telles notes peuvent également être déterminées par le prêteur lui-même (scoring interne) en se fondant essentiellement sur la connaissance des comportements antérieurs de l'emprunteur concernant les demandes de prêts et les remboursements, de même que sur des données de bilans et des principales caractéristiques de la société (contexte macro-économique et sectoriel). Ces données sont généralement accessibles auprès des agences de notation et sont reportées dans un modèle de scoring interne sous forme de mapping.

Les agences de notation publient de manière régulière des études statistiques comprenant :

- **Les probabilités de défaut et matrices de transition markoviennes des ratings en fonction du rating initial et l'horizon considéré.**
- **Le taux de recouvrement en cas de défaut en fonction du rang d'inscription, communément appelé "séniorité", qui reflète l'ordre dans lequel les dettes seront payées aux créanciers.**

La notation

Bien qu'il soit quasiment impossible, et ce pour des raisons évidentes, de connaître avec exhaustivité l'ensemble des modèles intervenants lors de la détermination de la note d'un actif par les agences de notation (chacune ayant ses propres modèles et méthodes),

nous pouvons néanmoins citer les deux modèles les plus utilisés par les praticiens afin de pouvoir anticiper défaillances et/ou dégradations de la qualité de solvabilité des émetteurs: les modèles KMV et Z-Score.

Le modèle KMV

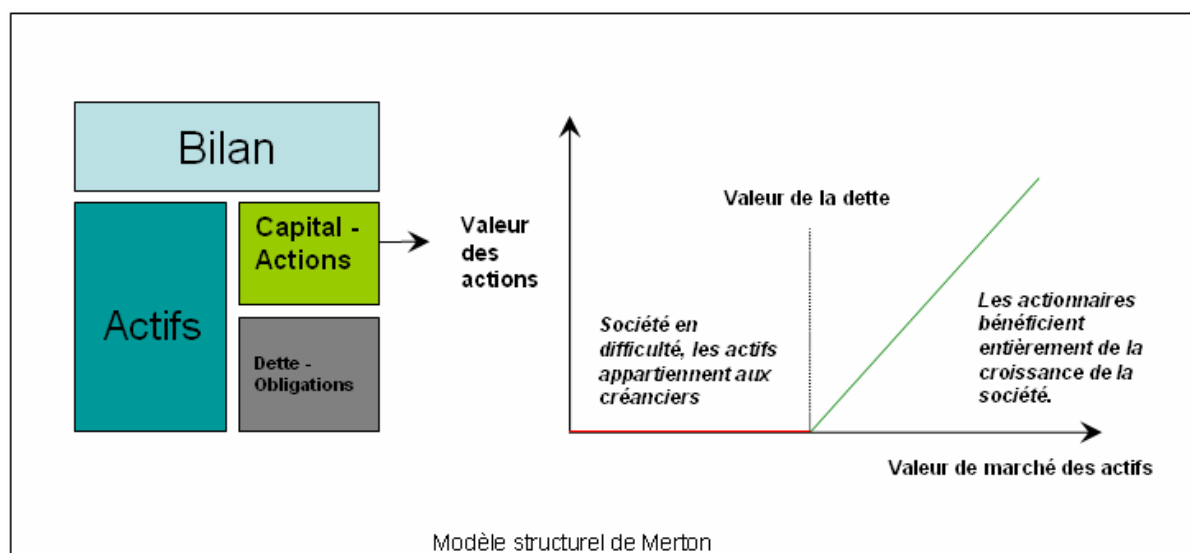
La société KMV qui exploitait ce modèle a été rachetée par l'agence Moody's en 2002. Peu après cette acquisition, Moody's a commercialisé un ensemble de solutions (Moody's KMV) destinés aux investisseurs ou sociétés de gestion voulant implémenter un système de contrôle de risque interne, fondé sur ce modèle.

Le Modèle KMV (Kealhofer, Mc Quown et Vasicek) est un modèle structurel basé sur la théorie des options et la structure de capital de la société émettrice afin d'en dégager sa probabilité de défaut.

Le modèle s'articule selon deux axes:

Le premier axe consiste à déterminer la valeur des actifs d'une société.

Le modèle KMV, supposément utilisé par Moody's et S&P, est fondé sur l'approche structurelle de Merton, approche qui part de l'idée que les actionnaires d'une société cotée possèdent une option d'achat (call) sur la valeur de marché de cette société. Le prix d'exercice ou Strike de l'option est alors considéré comme la valeur de la dette de la société.



Ainsi, selon Merton, la valeur des actions de cette société sera considérée comme nulle tant que la valeur marché de ces actifs (sous-jacent de l'option) reste inférieure à la valeur de la dette (prix de l'exercice).

En revanche, la valeur des actions augmentera de 1 pour 1 dès que la valeur des actifs sera supérieure à la valeur de la dette (Voir tableau).

Le modèle KMV part donc du postulat que la valorisation des actions d'une société sur le marché reflète de manière efficiente la valeur des actifs de cette même société (somme de la valeur marché des actions et de la valeur comptable de la dette inscrite au bilan).

Le deuxième axe de ce modèle vise à déterminer la distribution de probabilité de la valeur future des actifs en partant de leur valeur actuelle et de leur volatilité.

La probabilité de défaillance est induite en fonction de la distance séparant la valeur future moyenne des actifs du seuil de défaillance (distance-to-default), exprimée en nombre d'écart-type. Ce seuil de défaillance correspond non pas à la valeur faciale de la dette mais à la somme de la dette à court terme et de la moitié de la dette à long terme.

On obtient au final, à travers l'utilisation de ce modèle, une probabilité de défaillance moyenne ou EDF (Expected Default Frequency) de l'émetteur de l'obligation sur un horizon de temps donné. Les distances au seuil de défaillance sont par la suite exprimées en taux de défaillance à partir de bases de données de taux historiques de défaillance portant sur des "distance-to-default" données.

Par exemple, en novembre 2008, la banque HSBC présentait un distance-to-default de 7 fois sa volatilité.

Selon les historiques de défaut pour ce type d'émetteurs, son EDF était de 5 points de base (0,05%) sur 1 an, ce qui correspondait à un rating AA/Aa.

Le modèle Z-Score

Ce modèle qui était le premier à attribuer un score "crédit" aux sociétés fut publié par Altman en 1968. Il est le noyau de nombre de modèles de Credit Scoring largement développés dans les grandes banques lors de l'évaluation de la qualité de solvabilité des emprunteurs.

A travers une analyse discriminante multivariée, Altman identifie 5 ratios (alliant données comptables et de marché) comme étant les meilleurs indicateurs prédictifs de la défaillance d'une société et définit ainsi le score d'un émetteur.

Plus le chiffre obtenu est petit, plus la probabilité de défaillance de l'émetteur est grande.

$$Z = 1.2 X_1 + 1.4 X_2 + 3.3 X_3 + 0.6 X_4 + 1.0 X_5$$

X₁: Ratio du fonds de roulement (**Working Capital**) sur le total des actifs. (Une entreprise avec un faible fonds de roulement est susceptible de rencontrer des problèmes de remboursement de dette à court terme);

X₂: Ratio de bénéfices non distribués (dividendes aux actionnaires) sur le total des actifs (Une entreprise avec de faibles bénéfices en réserve, sera plus vulnérable à une conjoncture négative);

X₃: Ratio des bénéfices avant charges d'intérêt et impôts (**Earning Before Interest and Taxes**): estimation des cash flows disponibles pour actionnaires et créanciers.

X₄: Ratio de la valeur de marché des actions (capitalisation boursière) : Tout comme le modèle KMV, plus la valeur des actions est importante comparativement à la dette, moins la société utilise ses actifs pour générer du chiffre d'affaires.

X₅: Ratio du chiffre d'affaire sur le total des actifs. Ce ratio est indicatif de l'efficacité avec laquelle la société utilise ses actifs pour générer du chiffre d'affaires.

Formule de Altman

Les ratios sont renseignés en pourcentage, par exemple, si X₅ est égal à "0,4", cela signifie que le chiffre d'affaires de la société représente 40% du total de ses actifs.

Le seuil de défaillance, initialement fixé à 2,75 et a été abaissé en 1999 à 1,81.

Ainsi une entreprise totalisant un Z-Score inférieur ou égal à 1,81 aurait un rating qui correspondrait à un rating D/C (en défaut).

Notation à long terme

Les notes d'endettement à long terme correspondent aux actifs dont la maturité initiale est supérieure à 1 an et sont composées de lettres majuscules chez Fitch et S&P, elles sont, en revanche, exprimées en lettres majuscules et minuscule chez Moody's, mais ont une structure très proche.

De manière schématique, elles s'étendent de A à D et constituent un standard repris par le Comité de Bâle.

- 1) Meilleure qualité de signature: risque le plus faible ;
- 2) Haute qualité, émetteur très fiable, très forte capacité à faire face aux obligations de paiement ;
- 3) Catégorie supérieure des obligations de qualité moyenne ; toutefois, le risque peut être présent dans certaines circonstances économiques ;
- 4) Qualité / solvabilité moyenne. Capacité satisfaisante de l'emprunteur à faire face à ses obligations ;
- 5) A partir de cette note, on entre dans la catégorie dite spéculative ou Junk Bond : Capacité incertaine à terme de l'emprunteur à faire face à ses obligations ;
- 6) Faible capacité de l'emprunteur à faire face à ses obligations ;
- 7) Risque très important de non remboursement sur le long terme ;
- 8) Hautement spéculatif, l'émetteur est proche de la faillite ;
- 9) Faillite de l'emprunteur.

	S&P	Moody's	Fitch	Exemples
1	AAA	Aaa	AAA	FSA, Luxembourg, France
2	AA	Aa	AA	HSBC, Département des Hauts de Seine, EDF, Société Générale
3	A	A	A	American Express, Bank of China
4	BBB	Baa	BBB	Pioneer, Vivendi, CBS, Renault
5	BB	Ba	BB	Levi Strauss, Daewoo
6	CCC	B	B	Ukraine, Bank of Afrika
7	CC	Caa	CCC	Ford Motor Company, General Motors
8	C	Ca	C	
9	D	C	D	Lehman Brothers
Signes	+ ou -	1,2 ou 3	+ ou -	

Notation à court terme

Les notations à court terme s'appliquent à l'endettement dont la maturité initiale est inférieure à un an. On y trouve des notations beaucoup plus resserrées et intermédiaires telles que "+"

ou "-", de même que les chiffres de "1" à "3" à des fins d'évaluation plus fine des emprunteurs.

	Moody's	Fitch	Définitions
1	P1	F1	Qualité de crédit la plus élevée
2	P2	F2	Bonne qualité de crédit
3	P3	F3	Qualité de crédit correcte
4	B	B	Caractère spéculatif
5	C	C	Risque important de défaut
6	D	D	Défaut

	S&P	Définitions
1	A-1+	Très forte aptitude au service normal de la dette
2	A-1	Forte aptitude au service normal de la dette
3	A-2	Aptitude satisfaisante au service normal de la dette
4	A-3	La capacité de paiements à l'échéance reste acceptable . Cependant risques de changements défavorable
5	B	Caractère spéculatif du paiement à l'échéance
6	C	Paie ment à l'échéance douteux
7	D	Défaut

Les impacts

Les agences de notation avaient initialement un rôle d'information auprès des investisseurs afin de leur permettre de décider de l'achat ou non d'un emprunt. Cette prestation était réalisée par le biais d'un modèle économique tout autre que celui que nous connaissons actuellement.

En effet, c'était aux investisseurs (qui sont les véritables utilisateurs de la notation) de verser sous forme d'honoraires forfaitaires les rémunérations de ces agences à chaque consultation.

Ce modèle a perduré un demi-siècle avant se substituer, dans les années 1970, au modèle d'aujourd'hui, qui, à la faveur de la globalisation des marchés, donne à ces sociétés un pouvoir de plus en plus considérable, influant ainsi sur le cours des obligations qui constitue leur fonds de commerce.

S'il est aujourd'hui pratiquement impossible d'émettre sans être noté (l'absence de notation paraîtrait douteuse aux investisseurs), il n'est pas rare de voir l'impact destructeur, qu'a le déclassement de la notation d'une société sur ses obligations et même ses actions, c'est précisément ce qui s'est produit récemment sur des marchés incertains.

La notation régit la confiance des investisseurs à l'égard d'une société et intervient directement sur les taux d'intérêts accordés lors d'opérations d'émission de titres de créances.

Mais outre l'effet désastreux induit par la confiance aveugle qu'ont les investisseurs pour les agences de notation, dont personne ne saurait déterminer avec exhaustivité les méthodes de travail et modèles de notation, un problème structurel se pose le conflit d'intérêt.

Conflit d'intérêt

Les agences de notation qui revêtent une double casquette (notation et conseil en titrisation), ont participé pour nombres d'entreprises, à la fois à l'émission de titres ainsi que la notation de ceux-ci, le tout rémunéré par l'émetteur lui-même.

Ce modèle économique implique de manière certaine une situation de conflit d'intérêts affectant l'indépendance même de ces agences, qui, contrairement à d'autres acteurs responsables de services de certification ou de vérification (auditeurs, banques d'investissements) sont protégées de possibles poursuites d'investisseurs.

Ayant une large proportion de leurs revenus émanant des opérations de titrisation, les agences de notation ont vu en l'essor des marchés de crédit l'occasion d'une modification de leur modèle économique afin d'en tirer un maximum de bénéfice (leur rémunération étant proportionnelle aux émissions). Elles ont ainsi tout intérêt à sous-estimer le risque des titres émis et surestimer la sécurité des montages complexes comme les CDO.

On recense d'ailleurs de très nombreux cas de déclassements "brutaux" intervenus très tardivement par celle-ci avec les conséquences que nous connaissons.

Vers une réforme des agences de notation

Pour la plupart des autorités publiques et financières (AMF, SEC, Commission Européenne, G20), ces sociétés ont leur part de torts dans la crise financière que nous connaissons, aussi, la riposte n'a pas tardé.

Depuis 2006, la réglementation américaine s'était durcie vis-à-vis des agences de notation via le Credit Rating Agency Reform Act.

En novembre 2008, le G20 a adopté un plan d'action visant à améliorer de manière concertée la réglementation et la transparence financière à travers le monde, dont voici les principaux points :

- Renforcer la transparence et la responsabilité ;
- Promouvoir une régulation saine ;
- Gestion du risque accrue ;
- Réforme des institutions financières mondiales.

Le 16 Janvier 2009, la proposition de règlement E 4101 – COM a été examiné par le Sénat, en France.

Ce texte prévoit une série de dispositions techniques relatives à la réforme de la gouvernance des agences de notation, au contrôle interne, à la séparation entre les fonctions de notation et de conseil, à des obligations de publicité concernant les méthodes et hypothèses utilisées ou encore à l'établissement d'une procédure d'enregistrement préalable des agences de notation auprès d'une instance unique.

Les agences de notation sont au cœur de toutes les polémiques.

Il semblerait qu'au détour de la crise, on se soit subitement rendu compte de l'étendue de leur pouvoir et influence, certes discutables, sur chacun des rouages de la mécanique financière telle que nous la connaissons actuellement.

Il est important de préciser qu'une notation est uniquement l'estimation du risque de solvabilité à un instant donné d'un acteur, et non une recommandation d'achat ou de vente de titres. Or, devant une complexité toujours grandissante des instruments financiers, certains investisseurs ont considéré les notations de crédit à l'échéance comme des indicateurs de négociabilité et de liquidité, prêtant aux sociétés de notation le pouvoir d'enrailler toute crise et dysfonctionnement systémique.

De tels acteurs -bien qu'indispensables- vont très bientôt voir évoluer leurs rôles à travers la dynamique de refonte insufflée par le G20.

La notion d'indépendance pour une agence de notation est complètement illusoire du fait de son modèle économique actuel, d'où la nécessité d'une réforme de fonds, entraînant, entre autres, l'apparition d'un plus grand nombre de ces agences •