

Ne tirez pas sur les agences de rating!

Les dysfonctionnements récents du marché financier ont donné aux agences de notation une puissance considérable. Le rééquilibrage de leur influence passe moins par la modification de leur statut, que par l'amélioration des conditions d'information des investisseurs.



Jean-Florent Rérolle
Associé
Ernst & Young

■ Dans le vaste prétoire du tribunal du capitalisme moderne on n'en finit pas de chercher les responsables de la crise de confiance des marchés financiers. Après le manager indélicat, le commissaire aux comptes aveuglé ou impuissant, l'analyste financier manipulateur et la banque d'affaires immorale, voici l'agence de notation vouée aux gémonies. Elle doit répondre à une accusation grave: celle d'accentuer la volatilité des marchés par un comportement irres-

« Les notations sont généralement décidées sur l'initiative des entreprises. »

ponsable. Pourtant, l'accusé devrait plutôt apparaître comme un second coupable. Ses notations sont à l'attention des obligataires et non des actionnaires. Son analyse, dont elle reconnaît bien volontiers la subjectivité, est limitée à la solvabilité de l'émetteur, ce qui laisse bien d'autres aspects de l'entreprise à la sagacité des observateurs et des investisseurs.

En regardant de plus près, on est aussi frappé par les incohérences de l'accusation: on reproche aux agences d'agir soit trop tard, soit trop précipitamment. On les accuse de complaisance, en raison des conflits d'intérêt que leur mode de rémunération créerait, ou d'intransigeance à l'égard d'entreprises en redressement financier manifeste. On les soupçonne de manquer de rigueur. On

suggère que leur domination résulte d'une réglementation protectrice, mais on reconnaît qu'historiquement, elles ont su maintenir intacte leur réputation. Une certitude pourtant: les agences échappent en large partie à tout contrôle ou régulation, ce qui n'est pas sain compte tenu de l'impact de leurs décisions sur les marchés et les émetteurs. C'est ce constat qui motive en large partie les réflexions menées actuellement par les autorités américaines ou européennes sur la notation.

Les agences de notation jouent un rôle essentiel auprès de l'ensemble des intervenants du marché financier. Leur fonction première est, bien entendu, de servir les intervenants du marché obligataire¹. Mais en réalité, ce sont tous les acteurs du marché qui sont intéressés, et, en premier lieu les actionnaires, car la note est, contrairement à ce que l'on peut penser, un indicateur clé de la création et de la répartition de la valeur de l'entreprise.

Au service des obligataires...

La notation est une opinion sur la capacité et la volonté d'un émetteur de faire face à ses obligations financières. Elle est donc destinée, avant tout, aux intervenants du marché obligataire: les émetteurs, les investisseurs, les intermédiaires financiers et les banques. Les entreprises émettrices ont intérêt à présenter aux investisseurs une opinion indépendante sur leur solvabilité. Cela leur permet d'améliorer la liquidité de

leurs instruments cotés, et de réduire le *spread*². L'intérêt financier est réel malgré les frais de procédure³. Les entreprises ont généralement recours aux deux agences principales (Standard & Poor's et Moody's), mais beaucoup demandent également à une troisième de donner son opinion. Avoir recours à une troisième agence semble avoir un impact positif sur le coût du crédit.

L'investisseur obligataire est naturellement intéressé par la probabilité de défaut que la notation lui permet de calculer. En effet, il semble qu'il existe une forte corrélation historique entre la note attribuée à l'origine de l'émission et la probabilité de défaillance au cours de sa vie: c'est ainsi qu'au bout de quinze ans, 0,5 % des émetteurs notés AAA par S & P ont fait défaut contre 35,8 % pour ceux notés B⁴.

Les intermédiaires financiers, qu'ils soient investisseurs, analystes ou vendeurs, font aussi un usage important des notations, soit pour leurs besoins d'analyse propres, soit comme élément d'information additionnel pour leurs clients, soit encore pour des raisons techniques (les règles des fonds d'investissement leur interdisent d'investir dans des instruments spéculatifs, c'est-à-dire en dessous de BBB).

Enfin les banques, et plus généralement les créanciers de l'entreprise, utilisent ces notations dans les contrats de prêts. C'est ainsi que les clauses comportant des « *ratings triggers* » se sont multipliées au cours des années récentes. Ces clauses permettent aux créanciers d'exi-

1. Impact des risques sur la valeur des options détenues par les actionnaires

	Option d'achat	Option de vente
Diminution de la valeur de l'actif	-	+
Augmentation de la volatilité de l'actif	+	+
Rééchelonnement de la dette	+	+
Augmentation de la dette	-	+
Augmentation des dividendes	-	+

ger le remboursement de leur dette ou une augmentation du taux d'intérêt en cas de franchissement à la baisse d'une note spécifiée dans le contrat de prêt. Malgré le risque potentiel qu'elles font courir aux entreprises, ces clauses ne sont pas forcément rendues publiques.

... mais aussi des actionnaires !

À ces bénéficiaires classiques, il convient de rajouter un acteur qui était longtemps resté inaperçu : l'actionnaire. De fait, de nombreuses études ont été effectuées sur l'impact de la notation sur la valeur des actions. On sait que les dégradations (améliorations) de note ont tendance à être effectuées après une période de rendements anormaux négatifs (positifs) de l'action. Il apparaît clairement que ces dégradations sont en partie une réponse à une information déjà intégrée dans les cours et les prévisions des analystes. Mais le fait que le marché réagisse à nouveau négativement et très rapidement montre que les changements de note apportent une information que les investisseurs ignoraient. À l'inverse, un relèvement de la note n'a pas d'impact sur le marché. L'utilisation de la théorie des options permet de mieux comprendre comment la notation donne aux actionnaires des indications importantes sur la création et la répartition de valeur de l'entreprise.

Cette théorie part de la constatation qu'il existe une asymétrie fondamentale entre l'actionnaire et le créancier : la res-

ponsabilité de l'actionnaire est limitée aux fonds qu'il a investis dans l'entreprise, mais son potentiel de gain est illimité. Le créancier ne peut espérer, au mieux, que récupérer le montant des fonds qu'il a prêtés.

Tout se passe donc comme si les actionnaires de l'entreprise endettée avaient une option d'achat sur l'actif économique de l'entreprise : à l'échéance de la dette, si la valeur de l'actif est supérieure au montant de cette dernière, ils remboursent les créanciers (la valeur de la dette est le prix d'exercice de l'option d'achat), et ils récupèrent la valeur résiduelle de l'actif économique. Pour l'actionnaire, la valeur de marché des fonds propres est égale à la valeur de l'option d'achat sur l'actif économique.

Dans l'hypothèse où la valeur de l'actif est inférieure au montant à rembourser, les actionnaires peuvent faire jouer l'option de vente consentie implicitement par les créanciers : les actionnaires leur abandonnent ce qui reste de l'actif. La valeur de la dette pour les créanciers s'analyse donc comme la valeur actuelle de la dette à rembourser (actualisée au taux sans risque) moins la valeur de l'option de vente sur l'actif économique qu'ils ont consentie aux actionnaires⁵.

Les éclairages de la théorie des options

Cette vision optionnelle de la structure financière est particulièrement éclairante lorsque la valeur de l'actif est inférieure à celle de la dette ou qu'elle

s'en approche. Dans tous les cas, elle est utile pour comprendre les liens entre l'analyse de la solvabilité de l'entreprise et la valeur actionnariale.

En effet, l'analyse des risques de l'obligataire porte sur plusieurs paramètres qui sont déterminants pour le calcul de la valeur de ces options (*tableau 1*)⁶ :

« La création d'un organisme professionnel, sous tutelle éventuelle de la SEC, qui veillerait à la déontologie et aux méthodologies des agences de notation semble nécessaire. »

- le risque de diminution de la valeur de l'actif économique (l'actif sous-jacent) provoqué par une stratégie inadaptée ou une exécution médiocre ;
- l'augmentation de la volatilité de l'actif économique (la volatilité du sous-jacent) qui traduirait une stratégie plus risquée permettant de tirer parti de l'asymétrie mentionnée précédemment entre la situation de l'actionnaire et celle du créancier ;
- le rééchelonnement de la dette (durée de vie de l'option) qui donne plus de temps aux actionnaires pour consolider leur position ;
- l'augmentation de la dette (prix d'exercice) qui fragilise l'entreprise en

2. Les NRSRO

Le statut de NRSRO (*Nationally recognised statistical rating organization*) est attribué par la SEC en fonction d'un certain nombre de critères : une reconnaissance nationale, l'organisation, l'indépendance financière, la taille, l'indépendance, les procédures de notation, la confidentialité... Il n'y a jamais eu plus de cinq agences ayant ce statut au même moment, en raison des regroupements successifs intervenus dans le secteur. Aujourd'hui, trois NRSRO contrôlent le marché : sur un marché de 2,1 milliards de dollars, S & P en détient 41 %, Moody's 39 % et Fitch

14 %. Une quatrième agence, Dominion Band Rating Services (DBRS), a obtenu ce statut. Les notations des NRSRO sont très largement utilisées dans les réglementations financières comme critère de sécurité applicable à certains investissements des *broker-dealers*, aux compagnies d'assurance, aux fonds de retraites des fonctionnaires, et à de nombreuses autres institutions financières. Des textes fondamentaux de la réglementation américaine font référence aux NRSRO (voir « *The credit rating industry: an industrial organization analysis* », L White, 2001).

augmentant ses obligations financières à l'égard des tiers ;

- l'augmentation des dividendes qui permet de réduire l'engagement des actionnaires (et, de manière générale, toute décision financière aboutissant à réduire les garanties des créanciers).

Il est intéressant de noter que ces paramètres sont largement influencés par l'action du management lorsqu'il crée et participe aux décisions de répartition de la valeur de l'entreprise entre ses bénéficiaires (actionnaires, créanciers et management par le biais des *stock-options*). Le *tableau 1* retrace l'impact de la survenue de ces risques sur la valeur des options de vente et d'achat possédées par les actionnaires.

Cette approche permet de comprendre pourquoi la position des agences de notation est importante pour les actionnaires. Certes, la note n'est destinée qu'aux obligataires. Mais tout le travail d'analyse qui la sous-tend porte sur des paramètres qui sont essentiels pour déterminer la valeur de marché de l'entreprise. Il est donc naturel que l'actionnaire soit attentif aux opinions des agences, et essaye de décoder les raisons d'un changement de perspectives ou d'une modification de la note ⁷.

Une analyse très complète

Lorsque l'on examine la méthodologie du processus de notation ⁸, on est frappé par la richesse de l'approche qui est identique à celle développée dans une évaluation d'entreprise, avec une dimension supplémentaire qui est celle de l'analyse de la répartition de la valeur

créée entre les apporteurs de ressources.

Loin d'être un travail mécanique utilisant des modèles de défaillance, l'approche consiste, avant tout, à mesurer la volatilité actuelle et future de l'actif économique et à s'assurer que la structure financière est compatible avec la dynamique d'exploitation de l'entreprise.

La première phase consiste donc à se pencher sur le risque d'exploitation, car il est difficile de supporter un risque financier fort si le risque d'exploitation est, par ailleurs, élevé. Parmi les éléments constitutifs du risque opérationnel, on trouve les caractéristiques de l'industrie, la situation compétitive de l'entreprise et la qualité du management. Ce dernier élément est fondamental dans l'analyse. Grâce aux contacts noués avec les dirigeants, l'analyste mesure la crédibilité de l'équipe de direction, et son attitude vis-à-vis du risque. L'étude de l'organisation, de la qualité de l'information comptable et des principes de politique financière permet de déterminer la capacité de l'entreprise à exécuter sa stratégie et le degré de sophistication financière du management.

L'analyse du risque financier consiste à étudier la rentabilité de l'entreprise et sa capacité à couvrir ses obligations financières dans le futur. Les deux clés de l'analyse sont la rentabilité économique des actifs employés et la capacité de l'entreprise à dégager les *cash-flows* nécessaires à la fois au financement de la croissance, mais aussi à la tenue de ses obligations financières. L'analyse du levier financier, des caractéristiques de la dette, de la valeur des actifs en place et

des engagements hors bilan vient compléter l'analyse financière.

Le système de gouvernement d'entreprise fait aussi partie intégrante de la notation. Il ne s'agit pas seulement de vérifier la composition ou de comprendre le rôle joué par le conseil d'administration. Cette vision réductrice ne répondrait pas au vrai problème : comment les conflits d'agence inhérents aux entreprises modernes sont-ils résolus (ou limités) ? L'analyse porte donc sur les comportements du management à l'égard de ses actionnaires et de leurs mandants.

Analyser le système de gouvernement d'entreprise

Les situations auxquelles les agences de notation s'intéressent sont celles qui pourraient conduire soit à une destruction de valeur, soit à un transfert de valeur. Dans le premier cas, il s'agit d'erreurs stratégiques, par action ou par omission. Le second recouvre les décisions transférant de la valeur au profit des actionnaires ou des dirigeants (et donc au détriment des créanciers) : il s'agit, par exemple, d'investissements qui augmentent le profil de risque de l'entreprise sans pour autant augmenter sa valeur, ou bien de « bénéfices privés » qui sont attribués aux dirigeants ou à une catégorie d'actionnaires (prix de transfert, contrats privilégiés, rémunérations excessives, accès à des informations confidentielles...).

Du point de vue des créanciers, ces situations sont révélatrices de comportements qui les lèsent soit immédiatement (par la réduction de leur garantie en cas

« Les opinions des agences sont protégées par le 1^{er} Amendement de la Constitution américaine sur la liberté d'opinion. »

de défaut), soit potentiellement. Même si les bénéfices privés ne les touchent pas directement, ils constituent un indicateur de l'éthique du management et du degré de contrôle du conseil d'administration sur celui-ci. Si les intérêts des actionnaires minoritaires sont bafoués, il

est possible qu'à terme ceux des créanciers le soient également.

Dans une note récente ⁹, Standard & Poor's mentionne quelques situations anormales de gouvernement d'entreprise qui ont eu un impact négatif sur la solvabilité de l'émetteur (et donc sur le *spread*) :

- l'utilisation de ressources à des fins personnelles ou étrangères à l'entreprise par un groupe d'actionnaires dominant ;
- des rémunérations de dirigeants non maîtrisées ;
- des systèmes de primes qui compromettent la stabilité à long terme pour encourager des profits à court terme ;
- un contrôle insuffisant de l'intégrité de l'information comptable qui a eu pour conséquence une augmentation de la dette et du risque de liquidité.

Ces situations sont loin d'être exceptionnelles dans les entreprises, et les dirigeants comme les conseils d'administration doivent prendre conscience de l'impact significatif du gouvernement d'entreprise dans la perception qu'ont les marchés de la capacité de l'entreprise à créer de la valeur. Compte tenu de la résonance de ces thèmes auprès des investisseurs, et des chutes brutales de cours qui ont affecté certaines entreprises, nul doute que l'analyse des agences de notation continuera à couvrir ces problématiques de manière encore plus stricte que par le passé.

La notation apporte donc des informations critiques aux investisseurs. L'analyse indépendante de la solvabilité des émetteurs, la notation qui en résulte et les changements de cette notation donnent aux actionnaires des indications précieuses sur des aspects importants de la création de valeur : la génération future de *cash flows*, la flexibilité de l'entreprise, la crédibilité du management, sa capacité à exprimer et à mettre en œuvre une stratégie financière clairement articulée avec la stratégie opérationnelle, la probabilité d'exercice des options de croissance existantes, la stratégie de répartition de la valeur entre les différents investisseurs...

Cette situation qui donne aux agences un rôle de réducteur d'asymétrie d'information n'est pas nouvelle. Comment alors expliquer l'augmentation de leur puissance ? Il est important de bien comprendre les raisons de cette évolution car pour être efficace, toute réforme doit s'attacher à répondre aux causes,

plus qu'à essayer de limiter l'impact de ses conséquences.

La puissance des agences résulte d'une part, du vide créé dans les domaines de l'information des actionnaires et du contrôle des managers, et d'autre part, de leur statut qui les rend incontournables et les fait bénéficier d'une quasi-impunité juridique.

Des actionnaires déboussolés

La crise de confiance que nous traversons résulte en grande partie d'un doute sur la qualité de l'information diffusée (financière et générale). Face à l'incertitude dans les modes de création de valeur ¹⁰ et l'incapacité manifeste des professionnels des marchés à y répondre, l'investisseur est plongé dans une confusion informationnelle grave. L'agence de notation lui offre un point de référence unique.

Certes, grâce aux moyens de communication modernes, les actionnaires disposent d'une masse d'informations considérable. L'investisseur privé est dans une situation bien meilleure que celle du professionnel de la décennie précédente. Pourtant, ce progrès n'a pas été assez rapide pour compenser trois facteurs dont la conjugaison rend extraordinairement difficile l'appréhension de la création de valeur.

Le premier facteur est la mutation de l'avantage compétitif ¹¹. Rares sont les entreprises qui ne doivent pas affronter :

- de nouveaux modèles de développement souvent moins coûteux à mettre en place, mais aussi moins pérennes,
- l'émergence de réseaux d'entreprises où la valeur créée est plus collective qu'individuelle,
- la nécessité de s'allier temporairement avec des concurrents sur des portions de l'offre,
- une redéfinition permanente des produits et des services qui conduit à « intangibiliser » l'offre et à rendre les stratégies de prix toujours plus délicates à conduire,
- un renouvellement technologique constant qui oblige l'entreprise à consacrer toujours plus de ressources à la recherche et à l'innovation,
- l'obligation de cannibaliser leurs propres produits,
- la réduction du cycle de vie des produits et des processus de production.

Dans cette économie d'« hypercompétition » ¹², il est à la fois plus facile de créer des avantages compétitifs (souvent limités dans leur ampleur), mais aussi plus difficile de les maintenir. La diminution de la durée des avantages compétitifs est une tendance de fond de l'économie contemporaine.

Le deuxième facteur est la complexité des organisations qui crée une asymétrie d'information entre les entreprises et les investisseurs. La globalisation ne s'est pas accompagnée d'une convergence aussi rapide des réglementations, ce qui a conduit à la mise en place de structures juridiques compliquées ou de pratiques managériales délicates (comme, par exemple, les prix de transfert qui brouillent les responsabilités dans les organisations globales).

*« Sur le plan juridique,
la notation peut s'apparenter
à l'éditorial d'un journal. »*

Le poids croissant des intangibles (talents, compétences, réputation, recherche, marques...) rend également plus complexe la gestion de l'entreprise. Il faut imaginer de nouveaux processus d'investissement, de contrôle et de rémunération de la performance. Il faut aussi mettre en place une gestion plus fine des risques opérationnels et financiers. Peu d'entreprises parviennent à gérer l'ensemble de ces contraintes ni même à clairement identifier celles sur lesquelles l'impasse est faite délibérément ou involontairement.

Le troisième facteur est l'interpénétration des marchés réel et financier. Pendant longtemps, on a considéré que la priorité devait être accordée à l'économie, qu'il suffisait d'avoir une bonne stratégie pour que la bourse en tire les conséquences par une appréciation du cours. À présent, on sait qu'il existe une boucle de rétroaction qui permet au marché d'avoir un impact direct sur la valeur de la stratégie de l'entreprise.

Le marché financier se nourrit des informations opérationnelles qui lui permettent d'établir le profil de risque et de rentabilité nécessaire à l'établissement du cours. À partir des informations disponibles, dont celles diffusées par le management, les investisseurs développent un point de vue sur les options de crois-

sance créées par l'entreprise aujourd'hui, susceptibles d'être exercées demain.

Convaincus par l'existence de ce portefeuille d'opportunités, leur confiance dans l'avenir se traduira par une augmentation du cours (donc une puissance financière accrue pour mettre en œuvre la stratégie). Si le marché perd confiance, la flexibilité financière de l'entreprise, et donc sa capacité à saisir ses opportunités de croissance future, se réduisent comme peau de chagrin. La diminution du cours de l'action va donc entraîner celle de la valeur économique de l'entreprise et réciproquement.

Des décodeurs discrédités

La confusion des investisseurs face à ces trois tendances fondamentales ne peut qu'être aggravée par le discrédit ou l'impuissance de ceux dont la fonction était, autrefois, de décoder ou d'éclairer ces évolutions complexes.

Le discrédit des directions d'entreprise tout d'abord. Les dirigeants devraient être les mieux placés pour réduire l'asymétrie d'information dont souffre le marché. Mais les dysfonctionnements récents du système ont rappelé aux investisseurs qu'ils doivent examiner avec scepticisme la communication financière des groupes car :

- les dirigeants ont généralement tendance à être optimistes¹³,
- ce sont les bonnes nouvelles qui sont mises en exergue, les mauvaises informations étant soit dissimulées, soit dévoilées avec retard,
- on a assisté, dans certains cas, à des manipulations et à des fraudes caractérisées que les systèmes de gouvernement d'entreprise se sont montrés incapables d'identifier et de réprimer.

Face à cette situation, les commissaires aux comptes n'ont pas su faire évoluer leur rôle. Ceux-ci ont une fonction bien précise qui est de s'assurer de la fiabilité et de la sincérité des comptes. Nul ne doute que leur réputation ait été affectée par les événements récents. De nouvelles contraintes juridiques leur ont été d'ores et déjà imposées. Elles s'ajoutent aux mesures internes qui avaient déjà été mises en place pour renforcer la qualité de leurs travaux, au-delà de la surveillance exercée par les autorités de marché et les instances professionnelles.

Mais, quelles que soient les ré-

formes, l'apport des auditeurs au décodage de la valeur est nécessairement limité: l'approche reste par définition historique et financière, alors que les investisseurs ont aussi besoin d'informations prospectives et non financières. Sauf si elle est qualifiée, l'opinion des auditeurs n'apporte aucune information nouvelle aux investisseurs.

Les analystes ont été pendant longtemps les meilleurs décodeurs des stratégies d'entreprises. De fait, leurs opinions ont longtemps été considérées comme représentatives de celle du « marché »¹⁴, même si les recherches qui ont été faites sur le sujet ont généralement montré que les analystes suivent plus que ne précèdent les prises de position du marché¹⁵.

« Les sciences de la complexité permettent de comprendre pourquoi, bien qu'il soit composé d'acteurs et d'observateurs irrationnels, le marché peut se comporter, au bout du compte, rationnellement. »

Les événements récents ont révélé au public ce que les professionnels savaient depuis longtemps: les positions des analystes, magnifiées par les médias, n'avaient ni la rigueur, ni l'indépendance nécessaires pour servir utilement le marché¹⁶. C'est ainsi qu'en 1999, sur les 33 169 recommandations faites par les 2 200 analystes sur 6 000 entreprises cotées aux États-Unis, seulement 125 étaient des recommandations de vente (soit 0,37 %!)¹⁷.

Devant le discrédit des acteurs classiques de diffusion d'information et de décodage des stratégies d'entreprises, il était donc naturel que le marché écoute plus attentivement les positions des agences de notation.

D'autant qu'elles fournissent un produit d'information de bonne qualité. Les agences ont un accès privilégié au management et reçoivent des informations confidentielles qu'elles s'engagent, bien sûr, à ne pas diffuser aux investisseurs. Aux États-Unis, elles ne sont pas soumises à la réglementation « *fair dis-*

closure » qui interdit qu'une information nouvelle soit donnée de manière privilégiée à un investisseur ou un analyste.

L'une des informations les plus critiques dont peut disposer l'agence est le plan d'affaires qui présente les anticipations du management en matière de *cash flows* futurs. L'analyse finale n'est pas nécessairement fondée sur les hypothèses de l'entreprise, mais l'examen de cette information permet de mieux comprendre sa politique de développement et offre un point de référence non négligeable pour le suivi de la note.

Outre la qualité de la matière utilisée par les agences, la valeur de la note provient aussi de l'indépendance avec laquelle celle-ci a été attribuée. Il est incontestable que les agences sont parvenues à préserver leur intégrité intellectuelle bien qu'elles soient rémunérées par les émetteurs.

Plusieurs éléments y ont contribué :

- l'explosion du marché de la dette obligataire qui leur a permis de se développer sans être obligé de faire des efforts commerciaux particuliers (soit pour attirer les clients, soit pour répondre aux actions de la concurrence);
- leur indépendance financière à l'égard de leurs clients dont aucun n'est significatif en termes de chiffre d'affaires;
- leur approche de la notation qui est le fruit d'une opinion collective, celle du comité de notation¹⁸ dont la composition et le mode de fonctionnement visent à garantir cohérence et impartialité.

Des agents du gouvernement d'entreprise

La diffusion d'informations est critique pour la transparence des marchés. Mais il est une fonction que les agences ont remplie sans même s'en apercevoir: celle d'être un complément, voire dans certains cas un substitut, aux organes de contrôle du management. En effet, le processus et le mode de décision qu'elles adoptent pour la notation des émetteurs les font participer directement au contrôle du management. Cette fonction de gouvernement d'entreprise apparaît certainement scandaleuse à certains, mais devant les graves dysfonctionnements du système auxquels on a assisté au cours des dernières années, elle peut être aussi considérée comme une bénédiction

pour les actionnaires, comme pour les créanciers.

Les notations sont généralement décidées sur l'initiative des entreprises. La notation « sauvage » est aujourd'hui abandonnée par les deux grandes agences¹⁹. C'est donc de leur plein gré que les émetteurs rencontrent les agences, et leur donnent toute l'information dont elles ont besoin pour établir une note.

Les notations sont accompagnées d'une perspective qui pourra être positive, négative ou stable, et qui représente la tendance de la note dans les deux à trois années qui suivent. Sauf élément nouveau, il est prévu un entretien annuel avec l'entreprise, mais l'émetteur est suivi constamment. Une « mise sous surveillance » signale au marché qu'un événement pourrait conduire à une révision de cette note.

Tout se passe comme si le management passait un contrat implicite avec l'agence: il s'engage sur la réalisation de certaines performances (génération d'un certain niveau de *cash-flows*, restructuration, cessions...) qui justifient l'attribution d'une note. Dans l'hypothèse où il ne respecterait pas ses engagements, il s'expose à une mise sous surveillance ou une dégradation de sa note. Cette décision aurait naturellement des conséquences non seulement sur le coût de sa dette, mais constituerait également un signal très négatif adressé à la communauté financière.

« En fournissant davantage d'informations au marché, les émetteurs lui permettront de fonctionner plus efficacement sans se reposer sur les positions des agences ou des analystes. »

Cette fonction de contrôle permanent sur le management est particulièrement efficace pour trois raisons :

- tout d'abord, ce contrôle est régulier, et tout écart manifeste par rapport aux prévisions entraîne une surveillance sévère immédiate;
- il est ensuite très technique car sa mise en œuvre est effectuée par des ex-

3. Les investisseurs et les indicateurs non financiers

Une étude conduite il y a quelques années aux États-Unis²⁰ a calculé que 35 % des décisions d'investissement reposent sur des critères non financiers, et que les plus déterminants concernent l'exécution de la stratégie, la crédibilité du management, la qualité de la stratégie, la capacité d'innovation, la capacité d'attirer et de garder des collaborateurs de talent, la part de marché, l'expérience du management, l'alignement des rémunérations sur la création de valeur, et la qualité des principaux processus de l'entreprise.

* « *Measure that matter* », Ernst & Young, 1997. Les conclusions de cette étude ont été à plusieurs reprises confirmées par d'autres recherches.

perts financiers rompus à l'analyse des situations opérationnelles difficiles;

- il est enfin assorti d'une sanction claire et publique (publicité de la dégradation de la note auprès des investisseurs).

Il est intéressant de mettre en perspective ce contrôle avec celui du conseil d'administration qui est l'organe social chargé de cette fonction. Il s'agit dans bien des cas d'un contrôle plus épisodique compte tenu de la fréquence des réunions du conseil. Les administrateurs n'ont souvent ni le temps, ni la compétence technique pour critiquer la position du management²¹. Enfin, le management a peu de chance d'être sanctionné: il contrôle la majorité des administrateurs, et en cas de désaccord, le devoir de réserve s'impose aux minoritaires.

Un contrôle permanent sur le management

Conscientes de leur rôle de contrôle, et soucieuses d'améliorer la prédictibilité de leur position, les agences cherchent à améliorer leurs interactions avec les entreprises. Elles essayent d'être plus claires sur les hypothèses d'environnement économique qu'elles retiennent, les délais qui sont accordés à l'entreprise pour atteindre certains objectifs, les indicateurs financiers et non financiers qui les guident dans leur décision de déclencher une procédure de surveillance...

Dans cet esprit, Moody's s'est engagé à être plus transparent en indiquant qu'un document de qualité devrait répondre aux questions suivantes:

- Quelles sont les principales préoccupations?
- Quelles sont les sources de tension inhérentes à la notation?
- Pourquoi la notation n'est-elle pas plus élevée ou plus basse?
- Qu'est-ce qui pourrait l'améliorer ou la faire baisser?
- Quelles sont les éventuelles conséquences de plusieurs scénarios sur la notation?

Cette implication croissante des agences dans le système de gouvernement d'entreprise est illustrée par la décision de Standard & Poor's de lancer une notation spécifique dans ce domaine. Le « *corporate governance score* » exprime l'opinion de S & P sur les principes de gouvernance adoptés par l'entreprise, mais surtout sur la façon dont ils sont appliqués. Ces principes couvrent toutes les interactions pouvant exister entre le management, le conseil d'administration et tous les partenaires financiers (actionnaires et créanciers).

Un score général, et non une note, est donné à l'entreprise, et des scores particuliers sont attribués à quatre dimensions clés:

- **La structure de l'actionariat.** Il s'agit non seulement de comprendre la composition de l'actionariat et son influence sur la direction de l'entreprise, mais aussi les interactions qui peuvent exister entre les filiales et d'autres entités liées (prix de transfert, subventions, avances...).
- **Les relations avec les partenaires financiers.** Cet aspect est mis en relation avec le système juridique du pays dans lequel opère l'entreprise. A priori, celle-ci doit remplir, voir excéder les réglementations en vigueur qui protègent les actionnaires et les créanciers. Plus le système juridique en place est sophistiqué, plus l'exigence à l'égard de l'entreprise sera forte.
- **La transparence et l'information financière.** Au-delà des mesures classiques (rapidité, complétude, sincérité et clarté), on encourage l'entreprise à donner au marché une information sur ses opérations et sa situation compétitive.
- **La structure du conseil d'administration et ses processus de décision.** Le conseil doit être en mesure de super-

viser de manière indépendante la direction et, le cas échéant, de mettre effectivement en cause sa responsabilité.

Cette offre de scoring ne semble pas encore très développée. Il est probable que si la méfiance qui règne au sein des marchés persiste, les meilleures entreprises auront intérêt à se prêter à cette analyse pour s'en servir dans leur communication financière. Elle servira aussi de base à celle portant sur la solvabilité de l'émetteur. En tout état de cause, l'insistance des agences à prendre en considération cet aspect de la gestion de l'entreprise ne peut que faire progresser le sujet.

Une quasi-impunité juridique

Ces nouvelles fonctions de réducteur d'asymétrie d'information et de conflits d'intérêt n'auraient pas conféré aux agences autant de puissance si elles ne bénéficiaient pas d'un statut leur donnant un caractère incontournable tout en leur garantissant une quasi-impunité juridique.

Le caractère incontournable des trois principales agences de notation, qui découle de leur statut de *Nationally recognised statistical rating organization* (NRSRO) (*encadré 2*) s'accompagne d'une quasi-impunité juridique. En effet, les opinions des agences sont protégées par le 1^{er} Amendement de la Constitution américaine sur la liberté d'opinion ! L'opinion est une information nécessairement subjective, et à ce titre, non vérifiable. Elle ne peut pas être auditée, et donc ne peut pas être critiquée par la Justice. Les agences ont ainsi refusé de produire certains documents à la SEC en vertu du 1^{er} Amendement. Sur le plan juridique, la notation peut ainsi s'apparenter à l'éditorial d'un journal.

Le *Securities Act Rule 436* dispose que les NRSRO ne peuvent voir leur responsabilité engagée comme experts en vertu de la section 11 et les tribunaux n'ont pas cherché à leur imposer une responsabilité pour d'autres violations de réglementations fédérales ou nationales. Il n'existe donc pas d'élément qui permette de penser que les agences pourraient faire face à des risques de litiges aux États-Unis.

Chaque fois que les agences ont été attaquées, elles ont gagné, généralement sur un double fondement : d'une part, les notations sont une opinion bénéfici-

ant de l'immunité de la liberté d'expression, et d'autre part, elles sont assorties de réserves qui stipulent clairement qu'elles ne constituent pas des conseils d'achat ou de vente.

Cette situation juridique n'est peut-être pas aussi favorable dans d'autres pays. Cependant, si une menace sérieuse se profilait, rien n'empêcherait les agences de fermer leurs bureaux locaux et de continuer à donner leurs opinions à partir des États-Unis. C'est probablement pour cette raison que le ministre français de l'Économie et des Finances, Francis Mer, a reconnu que le dialogue sur cette industrie devait être engagé au niveau international ²¹.

Une réglementation nécessaire, mais pas suffisante

L'influence des agences sur les marchés a conduit la plupart des autorités boursières à s'interroger sur les mesures à prendre afin de l'enserrer dans des limites plus étroites. Mais il ne faut pas se faire trop d'illusions sur les vertus d'une réglementation plus stricte. Certes des mesures doivent être prises, mais elles ne résoudront pas les problèmes qui ont donné naissance à cette situation.

L'examen des différents débats menés au sein du Sénat américain ²² et de la SEC permet d'anticiper un certain nombre de réformes. La première consisterait à stimuler la concurrence dans le secteur de la notation par un assouplissement des règles d'attribution du statut de NRSRO. En contrepartie, les agences voulant obtenir ce statut devraient respecter un certain nombre de règles, comme celle de donner au marché une meilleure information sur les motifs des notes attribuées, ou encore celle de mettre en garde plus clairement le marché dans l'hypothèse où la note n'aurait pas été sollicitée par l'entreprise.

Par ailleurs, on peut s'attendre à la limitation ou l'interdiction de certains services complémentaires qui pourraient donner la perception de conflits d'intérêt. C'est le cas de l'attribution confidentielle de notes « à blanc » en fonction de certains scénarios de développement présentés par l'entreprise, ou encore des conseils en matière de management des risques.

Enfin, la création d'un organisme professionnel, éventuellement sous la tu-

telle de la SEC, semble nécessaire. Cette autorité aurait pour fonction de veiller à la déontologie et aux méthodologies des agences de notation. Elle devrait avoir un pouvoir disciplinaire et jouer un rôle de recours ou d'arbitrage dans l'hypothèse où des manquements graves seraient portés à sa connaissance.

L'adoption de ces mesures par les États-Unis, mais aussi dans les principales places financières internationales, permettrait d'anticiper ou de régler les dysfonctionnements les plus graves ou les plus aigus. Elles permettraient de renforcer considérablement la réputation de ce métier. Ce faisant, elles donneront encore plus de force aux opinions des agences.

Si l'on veut réduire leur influence sur les marchés, il faut donc s'attaquer à sa véritable cause : l'asymétrie d'information entre les émetteurs et les investisseurs.

Une asymétrie d'information

L'influence des agences sur le marché ne serait pas aussi forte si cette asymétrie d'information n'était aussi patente. Certes, les différentes mesures prises pour améliorer les systèmes de gouvernement d'entreprise et redonner une crédibilité aux commissaires aux comptes ou aux analystes sont essentielles. Mais elles sont loin d'être suffisantes.

En fait, il faut se rendre à l'évidence : même utilisées avec sérieux et impartialité, les méthodes utilisées par les experts et analystes financiers sont le plus souvent incapables d'appréhender la complexité des phénomènes concurrentiels, économiques et financiers auxquels les entreprises sont confrontées. Les agences de rating ne font pas exception à cette constatation : les moyens d'investigation et d'analyse dont elles disposent ne sont pas à la hauteur du défi.

Le caractère erratique, imprévisible des marchés est une gageure pour l'expert. Certes, on peut rejeter la responsabilité de cette situation sur l'irrationalité des acteurs. Les tenants de la finance comportementale ²³ soutiennent ainsi que les investisseurs subissent des dérives psychologiques importantes dans leurs décisions : une assurance excessive dans leur capacité et leurs connaissances, une aversion pour les pertes ²⁴, une tendance à tomber dans le piège de la confirmation (« Je ne vois que ce que je crois ») et à surenchérir de manière irrationnelle, le

désir de faire partie d'un groupe (imitation), l'incapacité à évaluer rationnellement les probabilités²⁵...

Cette situation justifierait l'intervention d'un expert qui serait, lui, rationnel. Mais malheureusement, ces biais comportementaux s'appliquent également aux analystes action ou aux analystes de crédit!

Cependant, malgré des anomalies le marché doit être considéré comme efficace. Cette qualité d'efficacité est l'hypothèse qui a été la plus fréquemment testée et démontrée en finance et, jusqu'à présent, rien n'est venu réellement la remettre en cause. Les sciences de la complexité²⁶ permettent de comprendre pourquoi, bien qu'il soit composé d'acteurs et d'observateurs irrationnels, le marché peut se comporter, au bout du compte, rationnellement.

Le marché financier peut être appréhendé comme un organisme constitué par l'interaction d'une multitude d'agents dont les stratégies personnelles se modifient au cours du temps en fonction de leur succès. De cette dynamique résulte « Émergentes ». C'est le concept de la « Main invisible » décrit par Adam Smith. Comme tout système complexe, il présente les caractéristiques suivantes :

- une absence de linéarité: « *les effets ne sont pas proportionnels à la cause* » ;
- l'existence de points critiques: « *un stimulus de petite intensité peut avoir de grandes conséquences comme les euphories ou les krachs boursiers* » ;

« Dans un système de gouvernance rénové, les agences de notation conserveraient toute leur influence, mais perdraient leur toute puissance. »

- l'apparition de boucles de rétroaction: « *les effets amplifient les causes* ».

Cette approche remet en cause la simplicité des modèles classiques: les analyses causales ou les liens entre risque et rentabilité sont clairement mis à mal. En outre, il ne sert à rien d'interroger individuellement les acteurs du système: aucun ne possède la compréhension ou la science nécessaire pour être utile à la compréhension du tout. Il ne faut donc

pas surestimer la portée ou l'intérêt des positions des agences de notation ou des analystes financiers.

Le marché: le meilleur analyste ?

Le salut passe par l'analyse du marché²⁷ lui-même qui possède encore une qualité essentielle: celle d'évaluer les titres financiers à partir des anticipations de *cash flows* futurs. Naturellement, cette évaluation dépend très largement de l'information financière et non financière, et des signaux qui sont adressés aux investisseurs (politique de dividendes, d'investissement, de financement...). Il faut également accepter le fait que le marché puisse « se tromper » momentanément, mais reconnaître son efficacité générale.

Il est de l'intérêt du management que cette évaluation soit correcte. Trop valorisée, l'entreprise tombe dans un engrenage qui doit la conduire à toujours dépasser les anticipations pour continuer à progresser jusqu'à ce qu'il devienne évident que... la grenouille ne peut être aussi grosse que le bœuf. Insuffisamment appréciée, elle est nécessairement limitée dans son développement par manque de ressources financières.

Pour s'assurer de l'évaluation correcte de l'entreprise par le marché, le management doit donner aux actionnaires suffisamment d'informations pour leur permettre de construire librement leurs anticipations. Celles-ci peuvent être très différentes. C'est d'ailleurs l'une des clés pour éviter une volatilité trop importante²⁸.

L'information financière, surtout lorsqu'elle est purement historique, n'a jamais vraiment été en mesure d'éclairer le futur de l'entreprise. Cette difficulté est encore accrue par la transformation de l'économie qui a été décrite plus haut. Pour juger de la valeur d'une entreprise, l'investisseur doit avant tout mesurer la capacité de cette dernière à créer des avantages compétitifs à long terme. Il ne peut y parvenir qu'en examinant des indicateurs non financiers (*encadré 3*).

L'examen de ce type d'indicateur par le marché est cohérent avec les pratiques des entreprises qui constatent elles-mêmes, de plus en plus, que le recours à des mesures uniquement financières ne peut les aider à mettre en œuvre leur stratégie. Comme le dit le professeur

de finance américain Baruch Lev, soutenir que seuls les actifs tangibles peuvent être évalués, tandis que les actifs intangibles ne le pourraient pas, c'est soutenir que seules les « choses » peuvent être valorisées et non les « idées ».

En fournissant davantage d'informations au marché, les émetteurs lui permettront de fonctionner plus efficacement, sans se reposer de manière trop importante ou exclusive sur les positions des agences ou des analystes.

L'administrateur et la confiance des marchés

Les accusations portées contre les agences de notation sont donc très largement exagérées. Elles ont toujours joué un rôle très utile dans le domaine de l'information des marchés financiers, et leur influence découle d'abord des dysfonctionnements de notre système plus que d'une volonté de puissance qu'elles auraient soudainement voulu actualiser.

Les critiques qui leur sont adressées sont révélatrices de la frustration des entreprises et des organes de contrôle devant la faillite (temporaire on l'espère) des organes de contrôle et leur incapacité à retrouver la confiance des investisseurs.

Que l'on ne s'y trompe pas! Le renouveau viendra de la prise de conscience qu'il est dans l'intérêt de tous de donner au marché le pouvoir qu'on lui a toujours reconnu en théorie et toujours contesté dans la pratique.

La réduction de l'asymétrie de l'information est critique: sans une information abondante et régulière, le marché ne peut jouer son rôle dans l'évaluation des actifs et des risques et dans l'allocation des ressources financières. Les informations financières font l'objet d'une réglementation abondante. Il est temps que les autorités boursières se penchent sur les informations non financières, car leur diffusion est essentielle aux prises de décision des investisseurs.

Mais les agences ont mis en exergue un autre problème: celui du contrôle du management et plus généralement celui de la création et de la répartition de la valeur. L'efficacité du système de gouvernement d'entreprise a un impact direct sur le cours de bourse: dans les années 1990, l'écart de performance qui a pu être mesuré sur un échantillon de 1 500 entreprises entre le décile des meilleures pratiques de gouvernement d'entreprise et

celui des moins bonnes s'établit à 8,5 % par an²⁹.

Or, les conseils d'administration n'ont pas su ou pas pu intervenir pour empêcher les désastres financiers, ou simplement en limiter l'ampleur. Dans certaines circonstances, on peut même se demander si leur activisme de dernière minute n'a pas aggravé la situation.

Les initiatives législatives ou professionnelles qui se multiplient pour répondre aux inquiétudes des actionnaires en matière de gouvernance d'entreprise souffrent d'être le plus souvent purement organisationnelles ou procédurales. Elles créeront plus de frustrations que d'améliorations.

En effet, non seulement elles ne garantissent pas l'efficacité du contrôle interne dont le rouage essentiel est le conseil, mais en outre, elles permettent fort opportunément de passer sous si-

lence la puissance potentielle du contrôle externe exercé par le marché financier. C'est dommage, car le salut passe par un renforcement conjoint de ces deux contrôles. Bras armé des investisseurs, le conseil sera d'autant plus fort qu'il s'appuiera sur ses mandats.

Pour répondre au défi de la confiance, le conseil doit donc réviser sa philosophie d'action en travaillant sans ambiguïté pour l'actionnaire, focaliser son attention sur la création de valeur et la maîtrise du risque et s'assurer que l'entreprise fait tout pour réduire l'asymétrie d'information³⁰.

Dans un système de gouvernance rénové, les agences de notation conserveraient leur rôle dans l'appréciation indépendante de la solvabilité des émetteurs, mais leur opinion ne serait qu'un paramètre d'appréciation parmi d'autres. Elles conserveraient toute leur influence, mais perdraient leur toute-puissance. ●

1 Nous laisserons de côté la notation des États souverains.

2 Encore appelée marge actuarielle, le *spread* est la différence entre le taux de rentabilité de l'emprunt et celui d'une obligation d'État de même maturité.

3 Ce sont en effet généralement les entreprises qui rémunèrent les agences de notation.

4 « *Ratings performance 2001* », Standard & Poors, February 2002.

5 Pour les actionnaires, la valeur des fonds propres est égale à la valeur de l'actif économique, moins la valeur actuelle de la dette au taux sans risque, plus la valeur de l'option de vente sur l'actif économique.

6 On rappelle que la valeur d'une option est déterminée par la valeur de l'actif sous-jacent, la volatilité de cet actif, la durée de vie de l'option, le prix d'exercice, le dividende et le taux d'intérêt sans risque.

7 La note étant relative, elle peut même comporter une information indirecte sur la solvabilité des pairs de l'entreprise notée.

8 « *Corporate Ratings Criteria* », Standard & Poor's, 2002, ou « *La notation Moody's: mode d'emploi* », 1997.

9 « *The evolving role of Corporate Governance in credit rating analysis* », Standard and Poor's, October 10, 2002.

10 « *La création de valeur dans une économie connectée* », J.-F. Rérolle, Analyse financière, septembre 1998.

11 L'avantage compétitif, financièrement, qui se définit comme la capacité de l'entreprise à dégager une rentabilité supérieure au coût du capital, est l'élément clé de la création de valeur.

12 « *Hypercompetitive performance: are the best of times getting shorter?* », Wiggins et Ruefli, 2001.

13 « *Managerial optimism and corporate finance* », J.B. Heaton, November 1998.

14 L'expression « consensus de marché » est révélatrice à cet égard.

15 « *What value analysts?* », Baruch Lev, November 1999.

16 « *Strategic Interactions between Sell-side analysts and the firm they cover* », Melvyn Teo, Harvard University, December 2000. Voir

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=258028).

17 « *The Pied Pipers of Wall Street* », M. Cole, Bloomberg Press, 2001.

18 « *Opening the black box: the rating committee process at Moody's* », Moody's July 1999.

19 Fitch a indiqué qu'elle continuerait à procéder à des attributions de notes non sollicitées.

20 Le conseil d'administration pourrait s'appuyer sur les auditeurs internes, mais ceux-ci sont placés sous l'autorité du management.

Il pourrait aussi faire appel aux commissaires aux comptes qui sont, eux, indépendants, mais les problématiques qu'ils peuvent traiter sont limitées aux questions comptables et leur champ de compétence risque d'être réduit encore davantage par la loi sur la Sécurité financière.

21 Déclaration de Francis Mer à l'Assemblée nationale le 27 janvier 2003.

22 Financial Oversight of Enron: the SEC and Private-Sector watchdogs, Report of the staff to the Senate Committee on governmental Affairs, October 8, 2002.

23 « *Human Behavior and the efficiency of the financial system* », R. Shiller, Janvier 1998.

24 Pour un individu, une perte a environ 2,5 fois plus d'impact qu'un gain de même ampleur.

25 Daniel Kahneman vient de recevoir le Prix Nobel d'économie pour ses travaux conduits dans ce domaine.

26 « *The future of trading: biology-based market modeling at Nasdaq* », M. Brown et V. Darley, Perspectives on Business Innovation Journal, issue 4.

27 « *Expectations Investing* », A. Rappaport et M. Mauboussin, Harvard Business School Press, 2001.

28 « *It's the ecology, stupid. How breakdown in market diversity can lead to volatility* », M. Mauboussin, CSFB, September 11, 2000.

29 « *Corporate Governance and Equity prices* », P. Gompers, J. Ishii, A. Metrick, Wharton, July 2001.

30 « *Les administrateurs peuvent-ils (vraiment) créer de la valeur* », J.-F. Rérolle, Business Digest, décembre 2002.