

Agences de notation, les nouveaux décodeurs

En pleine crise de confiance des marchés et des investisseurs sur la fiabilité de l'information financière, les agences de notation proposent un produit d'information de qualité de plus en plus examiné par les marchés.

LA NOTATION EST UNE OPINION relative 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.

À ces bénéficiaires classiques, il convient d'en rajouter un qui était longtemps resté inaperçu : l'actionnaire. Les changements de notation (en particulier les dégradations) ont, en effet, un impact direct sur la valeur des actions. En terme de séquence, une information sera d'abord intégrée dans les cours, puis dans les prévisions d'analystes et enfin seulement, dans l'opinion des agences¹. Il apparaît donc clairement que la dégradation d'une note est, en partie, une réponse à une information déjà incorporée dans les cours et les prévisions des analystes. Cependant, le fait que le marché réagisse à nouveau, montre que les changements de note apportent quand même une information que les investisseurs ignoraient. Cette réaction n'est d'ailleurs pas forcément négative². En effet, une dégradation aura un effet négatif si elle est motivée par une détérioration des fondamentaux de l'entreprise. Dans certains cas, elle pourra avoir un effet positif si elle provient d'un transfert de valeur des créanciers vers les actionnaires (augmentation du levier financier permettant de dégager davantage d'économies fiscales, ou encore à la suite de l'échange d'un actif dont les cash-flows sont peu volatils par un actif plus risqué).

La notation apporte des informations critiques aux investisseurs sur des aspects importants de la création de valeur. En effet, l'étude de la solvabilité s'intéresse à des paramètres similaires à ceux utilisés dans une évaluation financière : la génération future de cash-flow, 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.

L'influence grandissante des agences sur les cours des actions s'explique avant tout par l'incapacité des décodeurs de valeur habituels à rassurer des actionnaires déboussolés. Face à cette asymétrie d'information, les agences semblent être aujourd'hui une source privilégiée pour décoder l'avenir d'une entreprise.

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 valeur³ 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



JEAN-FLORENT RÉROLLE
Associé
Ernst and Young

1 «Bond Rating Agencies and Stock Analysts : Who Knows What and When?», Ederington, Louis, and J.C. Goh, 1998, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33, 569-585.

2 «Is a bond rating downgrade bad news, good news or no news for stockholders?», J.C. Goh & Ederington, *Journal of Finance*, December 1993.

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

“Les dysfonctionnements récents du système ont rappelé aux investisseurs qu'ils doivent examiner avec scepticisme la communication financière des groupes.”

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 compétitif⁴. 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 et à maintenir ;
- 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»⁵, 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 responsabi-

tés dans les organisations globales). Le poids croissant des éléments intangibles comme les talents, les compétences, la réputation, la recherche, les 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 réels et financiers. Pendant longtemps, on a considéré que la priorité devait être accordée à l'économique, 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. Lorsque la confiance est retirée, les opportunités de croissance qui étaient valorisées dans le cours disparaissent non pas pour des raisons économiques ou techniques, mais simplement parce que l'entreprise n'aura plus les moyens financiers de les exercer.

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

DES DÉCODEURS IMPUISSANTS

Les dirigeants d'entreprise 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 optimistes⁶ ;
- ce sont les bonnes nouvelles qui sont mises en exergue. Les mauvaises sont souvent dévoilées avec retard, lorsqu'elles ne sont pas, parfois, dissimulées ;

4 On rappelle que l'avantage compétitif qui, financièrement, 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.

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

6 «Managerial optimism and corporate finance», J.B. Heaton, novembre 1998.

• 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.

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»⁷, même si les recherches qui ont été faites sur le sujet ont généralement montré qu'ils suivent plus qu'ils ne précèdent les prises de position du marché⁸.

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 marché⁹. 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 %!)¹⁰.

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 souffert des 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 réformes, 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.

LES AGENCES FOURNISSENT UNE OPINION DE QUALITÉ

Devant l'impuissance 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 posi-

tions des agences de notation. D'autant que leur opinion résulte d'un processus de 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 disclosure*» 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 obligatoire qui leur a permis de se développer sans être obligées 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 de l'opinion collective du comité de notation¹¹ dont la composition et le mode de fonctionnement visent à garantir cohérence et impartialité. ■

“Il est incontestable que les agences sont parvenues à préserver leur intégrité intellectuelle bien qu'elles soient rémunérées par les émetteurs.”

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

8 «What value analysts?», Baruch Lev, novembre 1999.

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

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

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