

La déontologie des intervenants :  
vraies et fausses bonnes idées



Jean-Florent Rérolle  
– associé Ernst  
& Young au sein de  
l'activité Business Risk

Services – est spécialiste de l'évaluation financière et du gouvernement d'entreprise. Entre autres missions, il assiste les entreprises cotées dans l'identification et le management des risques liés à la valeur actionnariale.

## La notation : funeste ou salutaire ?

**Le développement rapide de la taille des principales agences de notation, l'apparition de nouvelles agences, la diversification des services qu'elles proposent aux marchés sont autant de signes mettant en évidence un double besoin : plus de transparence de la part des émetteurs sollicitant les marchés, des éléments d'information plus précis et plus variés pour les investisseurs. Mais si elle reste précieuse, la notation peut-elle légitimement évoluer vers d'autres types d'analyses, qualitatives et quantitatives, et endosser une fonction plus ambitieuse qu'un simple label mesurant le risque de solvabilité ?**

Depuis plusieurs mois, les agences de notation font l'objet de critiques particulièrement violentes. Ainsi, le *New York Times* n'hésite-t-il pas à écrire : « The United States can destroy you by dropping bombs and the rating agencies can destroy you by downgrading your bonds <sup>1</sup>. »

Bien que l'opinion de l'agence de notation soit théoriquement destinée aux obligataires, il est incontestable que les actionnaires y attachent une importance croissante. Les chefs d'entre-

prises sont plus inquiets des conséquences d'un changement de note sur la valeur de l'action que sur leur *spread* de crédit <sup>2</sup>.

De fait, lorsqu'elles interviennent dans un contexte difficile, la dégradation d'une note ou la simple mise sous surveillance de l'entreprise, augmentent l'inquiétude des investisseurs. Parfois, lorsqu'il existe dans les contrats de prêts des clauses dites de *rating trigger* qui permettent aux créanciers d'exiger le remboursement immédiat, la dégradation précipite l'entreprise dans une crise de trésorerie et une crise de confiance dont l'expérience montre qu'il est difficile de sortir. Un certain nombre de réflexions sont donc actuellement menées pour trouver des moyens de contenir l'influence que les agences de rating – sociétés pourtant elles-mêmes cotées ! – semblent avoir sur les mouvements du marché. Souvent épidermiques, ces réactions manquent de recul. En réalité, si les agences de rating sont aussi attentivement écoutées par les investisseurs, c'est parce qu'elles délivrent au marché des informations utiles, d'autant plus crédibles qu'elles le font de manière indépendante. Cependant, cette

<sup>1</sup> Thomas Friedman, *New York Times*, 28 mars 1999.

<sup>2</sup> Le *spread* est la différence entre le taux de rentabilité de l'emprunt et celui d'une obligation d'État de même maturité.

action positive ne pourra être maintenue qu'à la condition qu'elles améliorent la qualité de leur notation pour tenir compte de la complexité croissante des entreprises et des marchés.

#### Des actionnaires attentifs

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.

- L'émetteur, dont le spread de crédit est d'autant plus faible que la note est importante.
- L'investisseur qui est intéressé par la probabilité de défaut que la note lui donne indirectement <sup>3</sup>.
- L'intermédiaire financier (comme l'analyste ou le vendeur) qui se sert de la note comme élément d'information additionnel pour ses clients.
- La banque, et plus généralement le créancier, qui utilise la note dans les contrats de prêts.

À ces bénéficiaires classiques, il convient d'ajouter 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 agences <sup>4</sup>.

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 une information que les investisseurs ignoraient.

Cette réaction n'est d'ailleurs pas forcément négative <sup>5</sup>. 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 échange d'un actif dont les cash-flows sont peu volatils par un actif plus risqué).

<sup>3</sup> 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 Standard & Poor's ont fait défaut, contre 35,8% pour ceux notés B.

<sup>4</sup> « 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.

<sup>5</sup> « Is a bond rating downgrade bad news, good news or no news for stockholders », J.C. Goh & Ederington, *Journal of Finance*, December 1993.

Quant aux auditeurs, il est dommage que leur travail sur les risques soit occulté, et que leur rôle se résume à donner à l'actionnaire un « confort » sur des comptes historiques... alors que les investisseurs ont aussi besoin d'informations prospectives et non financières.

L'attention dont bénéficient les agences de notation de la part des actionnaires s'explique facilement : l'analyse du risque de crédit s'exerce sur des éléments qui sont aussi importants pour l'actionnaire que pour l'obligataire. Ces éléments sont au nombre de

trois : l'importance des cash-flows futurs, leur volatilité, et leur répartition entre les actionnaires, les créanciers et les managers.

La capacité d'une entreprise à honorer ses obligations financières dépend tout d'abord de l'importance des cash-flows<sup>6</sup> que ses actifs seront en

mesure de dégager. Ils doivent être suffisamment importants pour payer les frais financiers et rembourser l'endettement, mais aussi pour répondre aux exigences de rentabilité des actionnaires. La satisfaction de ces derniers est une garantie pour les créanciers car une diminution du cours de l'action diminue la flexibilité financière de l'entreprise et entame sa croissance potentielle.

La volatilité des cash-flows est le deuxième paramètre à considérer pour l'analyse de la solvabilité de l'entreprise. En effet, la variation potentielle d'un cash-flow attendu peut avoir une amplitude très différente. Plus l'amplitude est importante, plus la volatilité sera forte. L'analyse de la solvabilité consiste donc à apprécier les risques qui pèsent sur la génération du cash-flow. Ce second élément revêt une importance tout aussi capitale pour l'actionnaire : la valeur de l'entreprise est en effet égale à la

somme des cash-flows prévisionnels actualisés par un taux représentatif de leur risque<sup>7</sup>.

Enfin, le troisième élément clé de l'analyse de la solvabilité est la répartition des cash-flows entre différentes parties prenantes : les actionnaires majoritaires, les actionnaires minoritaires, les créanciers, les obligataires et les cadres dirigeants. Il s'agit tout d'abord de comprendre les règles de répartition qui découlent des choix de financement et des contrats ou engagements<sup>8</sup> qui ont été conclus entre l'entreprise et ses partenaires. Mais il s'agit aussi d'identifier la probabilité de transferts de valeurs entre parties prenantes, ces transferts pouvant être le fruit de décisions conscientes ou inconscientes, officielles ou plus confidentielles... Un volet de l'analyse qui recouvre donc le système de gouvernance de l'entreprise.

### Une position d'observateur privilégié

La note est généralement accompagnée de commentaires qui permettent de préciser les motivations qui ont fondé l'opinion de l'agence. Dans leur recherche permanente d'informations, les actionnaires ne peuvent donc qu'être attentifs à la position de l'agence car elle découle théoriquement de l'examen de tous les éléments constitutifs de la valeur d'une entreprise. Qui d'autre leur fournit une information aussi critique ?

Les managers ont une tendance forte à ne divulguer que les bonnes nouvelles et à retarder la diffusion des mauvaises. Ils ne veulent pas s'engager sur le futur. Les analystes ont une logique essentiellement commerciale. Empêtrés dans des conflits d'intérêts, ils appa-

<sup>6</sup> On vise ici les flux de liquidités disponibles pour l'entreprise (*free cash flows*).

<sup>7</sup> On distingue le risque spécifique qui est propre à l'entreprise, du risque systémique, qui affecte l'ensemble des titres financiers. Le premier, qui est celui auquel s'intéresse avant tout l'obligataire, est généralement appréhendé par l'investisseur sous la forme d'une pondération des cash-flows anticipés par leur probabilité d'occurrence. Le second est intégré dans le taux d'actualisation.

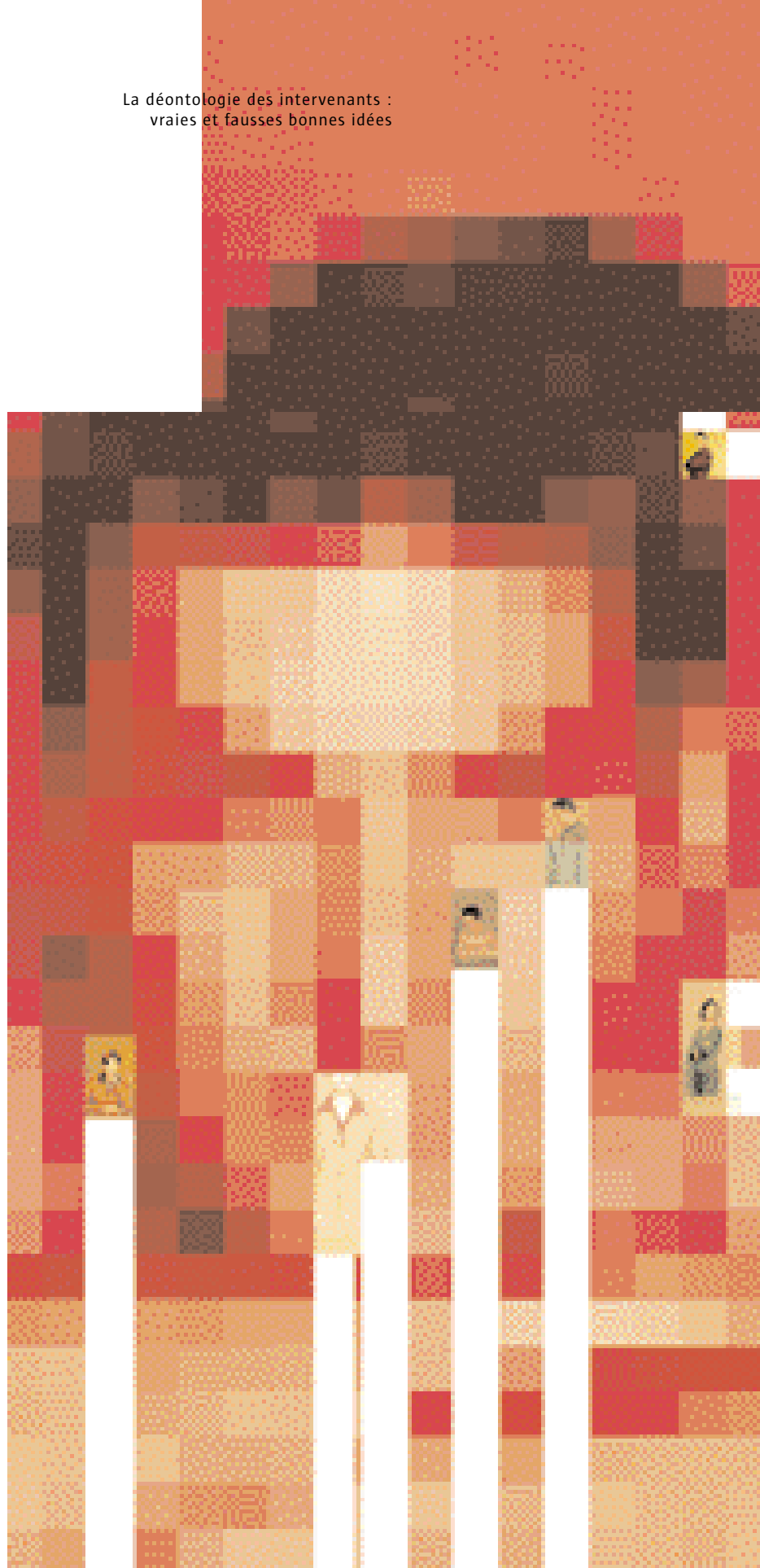
<sup>8</sup> Y compris hors bilan.

raissent incapables de donner au marché des informations fiables.

Quant aux auditeurs, il est dommage que leur travail sur les risques soit occulté, que leur mission vis-à-vis de l'assemblée des actionnaires soit réduite à un rapport binaire, ce qui a pour conséquence de limiter leur rôle à donner à l'actionnaire un « confort » sur des comptes historiques... alors que les investisseurs ont aussi besoin d'informations prospectives et non financières.

En outre, les agences s'appuient sur des informations privilégiées. Aux États-Unis, elles ne sont pas soumises la réglementation « Fair Disclosure » qui interdit qu'une information nouvelle soit donnée de manière privilégiée à un investisseur ou un analyste. Les agences ont un accès direct au management et font partie des rares intervenants extérieurs à examiner le business plan de l'entreprise. De plus, qui d'autre peut revendiquer une indépendance aussi forte à l'égard des émetteurs?

Certes, les agences sont rémunérées par les entreprises. Mais cela ne semble pas avoir affecté leur indépendance si l'on en juge l'insistance avec laquelle de nombreux émetteurs demandent de réduire une puissance jugée insupportable! Plusieurs éléments y ont contribué : premièrement, l'explosion du marché de la dette obligataire qui a permis à ces agences 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); deuxièmement, une indépendance financière à l'égard de leurs clients dont aucun n'est significatif en terme



de chiffre d'affaires; tertio, une approche de la notation qui est le fruit d'une opinion collective, à savoir le comité de notation<sup>9</sup> dont la composition et le mode de fonctionnement visent à garantir cohérence et impartialité. Mais leur indépendance repose surtout sur leur puissance. Celle-ci provient du caractère incontournable d'un petit nombre d'agences et de leur quasi impunité juridique.

Le caractère incontournable des trois principales agences de notation découle de leur statut de NRSRO<sup>10</sup> attribué par la SEC. 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<sup>11</sup>.

S'ajoute à cette reconnaissance officielle une quasi-impunité juridique. En effet, les opinions des agences sont protégées par le 1<sup>er</sup> 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 audité, et donc, ne peut pas être critiquée par la Justice. Cela leur permet d'être beaucoup plus libres dans leurs actions !

### Une notation plus délicate

Incontestablement, le bilan des agences de notation est globalement positif. Même si c'est à contrecœur<sup>12</sup>, elles sont devenues des

« auxiliaires de l'information financière » pour l'ensemble des investisseurs, et à ce titre elles sont un facteur de réduction de l'asymétrie d'information pour le plus grand bénéfice des marchés.

Elles doivent à présent accepter pleinement cette responsabilité et prendre la mesure du chemin qui reste à parcourir pour que cette fonction continue à être remplie correctement malgré les bouleversements considérables de l'environnement économique et financier.

En effet, les différents éléments de l'analyse de crédit (les cash-flows, leur volatilité et leur répartition) deviennent de plus en plus abscons. Face à cette difficulté, les agences ne doivent pas s'arc-bouter sur leurs méthodes actuelles en insistant sur leurs limitations. Elles doivent intégrer de nouvelles dimensions dans leurs analyses pour leur plus grand profit ainsi que celui des émetteurs.

La génération de cash-flows par une entreprise devient de plus en plus difficile à estimer sur trois dimensions : la durée de l'avantage compétitif qui les rend possibles, la nature de ces cash-flows et le périmètre de leur génération.

### ■ La durée de l'avantage compétitif, qui est à la base de la création de valeur, se réduit.

Les nouveaux modèles de développement, l'accélération des progrès technologiques, la réduction du cycle de vie des produits et des processus de production sont autant de phénomènes qui rendent l'avantage compétitif plus facile à créer, mais aussi plus difficile à défendre.

<sup>9</sup> « Opening the black box : the rating committee process at Moody's », Moody's, July 1999.

<sup>10</sup> Nationally Recognized Statistical Rating Organization. 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 %. Le 27 février 2003, une quatrième agence (Dominion Bond Rating Service) s'est vu reconnaître le statut de NRSRO par la SEC.

<sup>11</sup> « Report on the role and function of credit rating agencies in the operation of the securities markets », SEC, January 2003.

<sup>12</sup> Leur insistance à minorer l'impact de leurs opinions et à réduire leur portée à l'information des obligataires prouve que cette évolution n'était pas souhaitée et, probablement, qu'elle est encore refusée.



■ **La nature des cash-flows se transforme.**

L'offre des entreprises devient plus complexe en alliant produits et services. Elle peut avoir comme objectif à court terme de donner un contenu émotionnel ou informationnel important sans contrepartie, dans l'espoir de fidéliser une clientèle. La profitabilité est elle-même incertaine lorsque les marchés réels adop-

tent des modes de fonctionnement proches de ceux des marchés financiers (prix déterminé en temps réel en fonction de la demande <sup>13</sup>). Enfin, l'activité des entreprises repose de plus en plus sur des actifs intangibles, ce qui rend plus complexe la mesure de la performance.

■ **Enfin, le périmètre de la génération des cash-flows se brouille** avec la mise en place d'alliances temporaires, de réseaux d'entreprises souvent virtuels où les partenaires ont du mal à déterminer précisément les avantages qui en résultent, même si, pour des raisons stratégiques, leurs créations sont considérées comme nécessaires.

La volatilité des cash-flows est aussi plus difficile que jamais à apprécier. Le risque, qu'il soit spécifique ou systémique, prend des formes de plus en plus complexes, et la volatilité observée sur les marchés n'est que la traduction d'un environnement marqué par une incertitude extrême.

La volatilité des cash-flows est aussi plus difficile que jamais à apprécier. Le risque, qu'il soit spécifique ou systémique, prend des formes de plus en plus complexes, et la volatilité observée sur les marchés n'est que la traduction d'un environnement marqué par une incertitude extrême.

<sup>13</sup> Voir par exemple le développement des ventes aux enchères de produits d'entreprises sur E-Bay.

<sup>14</sup> « Risks that matter », Sudden increases and decreases in shareholder value and the implications for CEOs, Ernst & Young and Oxford Metrica, 2002.

**Des modèles économiques en pleine évolution**

Une étude récente <sup>14</sup> a identifié les causes de cent débâcles boursières ayant affecté des entreprises internationales majeures. Elle constate que dans une période de cinq ans, 40 % des mille premières entreprises mondiales ont connu une chute boursière importante (supérieure à - 30 % par rapport à leur indice de référence), et qu'au bout d'un an, l'écart par rapport au marché est encore en moyenne de - 20 %. L'analyse événementielle montre que les risques majeurs sont de nature plus stratégique que financière ou opérationnelle. Les risques sont multiples, mais surtout, interdépendants. Pris isolément, deux risques dont la probabilité d'occurrence et l'impact sur la création de valeur sont faibles peuvent avoir un impact redoutable lorsqu'ils sont concomitants.

Le marché financier lui-même est un facteur de risque important. 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.

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 croissance créées par l'entreprise aujourd'hui.

d'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. 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<sup>15</sup>. La diminution du cours de l'action va donc entraîner celle de la valeur économique de l'entreprise et réciproquement.

Le marché financier doit 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 résultent certaines propriétés globales dites « 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) et 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.

Enfin, appréhender la répartition de la valeur entre les parties prenantes devient plus complexe. La globalisation des entreprises et l'apparition de clientèles financières prêtes à acheter des produits innovants ont permis le développement de structures juridiques et fiscales sophistiquées, l'émission de titres financiers hybrides ou de pratiques managériales dont les conséquences sont souvent difficiles à apprécier (les prix de transfert, ou la déconsolidation de certains actifs).

Cette complexité permet aux managers ou aux actionnaires majoritaires d'effectuer des choix de répartition qui peuvent potentiellement léser les minoritaires ou des créanciers. L'existence de bénéfices privés est réelle et le fait que la valeur d'une participation minoritaire fasse l'objet d'une décote par rapport à une participation majoritaire en est l'expression la plus parfaite.

Il appartient au gouvernement d'entreprise de s'assurer de l'équité et de la régularité de ce processus de répartition. Les entreprises ont mis en place des systèmes de gouvernance qui sont tous calqués sur les mêmes recommandations<sup>16</sup>. Mais, force est de constater que Enron et Tyco étaient considérés comme des entreprises modèles dans ce domaine. Leur expérience montre que le simple respect de la réglementation n'est pas suffisant. La vraie gouvernance consiste à mettre en place un conseil d'administration qui développe collégialement un « scepticisme constructif »

**Le premier axe d'amélioration est de mieux anticiper les risques opérationnels en recourant plus systématiquement à la construction de scénarios alternatifs. L'analyste de crédit ne considère généralement qu'un nombre limité de combinaisons de variables.**

<sup>15</sup> Cette crise aura également un impact sur la capacité de l'entreprise à attirer les talents, ce qui ne manquera pas d'avoir à son tour une répercussion sur la valeur de l'entreprise.

<sup>16</sup> Les rapports Viénot I, Viénot II, et tout récemment le rapport Bouton.



à l'égard du management **17**. Il est naturellement très délicat de mesurer cette dimension qualitative, mais il s'agit pourtant d'une des principales clés de l'analyse de la répartition de la valeur.

### Pour une modernisation de la notation

Face à un environnement plus difficile que jamais à appréhender, les techniques des agences doivent évoluer sous peine d'être rapidement inopérantes. Elles sont d'ailleurs dans une situation très similaire à celles des évaluateurs d'entreprises **18**.

Le premier axe d'amélioration est de mieux anticiper les risques opérationnels en recourant plus systématiquement à la construction de scénarios alternatifs. L'analyste de crédit ne considère généralement qu'un nombre limité de combinaisons de variables. L'utilisation de modèles de simulations probabilistes (modèles dits de Monte-Carlo) systématise l'approche des scénarios. Elle permet de prendre en considération toutes les combinaisons possibles, l'objectif étant de définir la distribution de probabilités des cash-flows générés par l'entreprise. Plus que le résultat, c'est ici la démarche qui est importante car elle suppose un échange plus profond avec le management.

Le deuxième axe d'amélioration est la compréhension des risques opérationnels et comptables. Dans ce domaine, l'agence doit se reposer sur les travaux de l'entreprise ou de ses auditeurs. Beaucoup d'entreprises ont réalisé des cartographies qui ont pour but d'identifier les risques principaux, leur probabilité et

leur impact sur les objectifs clés de la stratégie. Une discussion sur ces travaux et leurs suites entre l'entreprise et l'agence de notation ne manquerait pas d'éclairer utilement cette dernière sur la maturité du management dans ce domaine. De même, le recrutement de quelques comptables de haut niveau au sein des agences ne saurait dispenser leurs analystes d'une rencontre systématique avec les commissaires aux comptes, en présence des membres du comité d'audit, afin de comprendre les choix comptables, et les systèmes de contrôle mis en place par l'entreprise. Plus généralement, les agences doivent prendre la mesure de la qualité du système de Gouvernement d'entreprise. Dans une note récente **19**, Standard & Poor's mentionne quelques situations anormales 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.

**Les agences doivent intégrer davantage la dimension de la valeur actionnariale des entreprises dans leurs analyses. Cela peut sembler paradoxal, mais dans leur désir de ne traiter que les problématiques des obligataires, elles ont oublié que le sort de celui-ci est lié à celui des actionnaires.**

**17** « Corporate Governance : hard facts about soft behaviors », F. Kocourek, C. Burger, B. Birchard, Strategy + Business, Issue 30, Mars 2003.

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

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

Il est essentiel que les agences instituent un contrôle systématique de ces aspects de la gestion de l'entreprise si elles souhaitent maintenir la qualité de leur analyse de solvabilité.

Enfin, les agences doivent intégrer davantage la dimension de la valeur actionnariale des entreprises dans leurs analyses. Cela peut sembler paradoxal, mais dans leur désir de ne traiter que les problématiques des obligataires, elles ont oublié que le sort de ceux-ci est lié à celui des actionnaires. L'analyse de la solvabilité de l'entreprise passe donc aussi par un diagnostic sur l'alignement (ou le fossé) qui existe entre les anticipations du marché, la capacité de l'entreprise à satisfaire ces anticipations, et la qualité de la communication financière qui fait le lien entre les deux premiers.

#### **Le remède de la concurrence**

L'amélioration et l'approfondissement des techniques d'analyse utilisées par les agences de notation sont nécessaires pour préserver la qualité de leur opinion. Mais cette transformation ne sera pas suffisante pour répondre aux soucis des entreprises et des régulateurs, à savoir diminuer l'influence excessive des agences sur les cours boursiers.

Cette influence ne peut être réduite que par deux moyens. Le premier consisterait à rendre moins pertinente l'opinion des agences. À

l'évidence, personne n'y songe. Le second serait d'offrir au marché des sources d'information concurrentes. C'est bien entendu ce type de solution qu'il convient de rechercher : la volatilité découlant avant tout de l'uniformité des positions et des anticipations <sup>20</sup>, importe d'assurer la diversité des analyses, comme celle des investisseurs, pour éviter les retournements brutaux de situation.

Dans ce cadre, la concurrence entre agences de notation est naturellement essentielle. Le nombre limité d'acteurs et, surtout, la domination de deux d'entre eux ne sont pas une situation saine. Il importe que d'autres agences montent en puissance afin de faire évoluer les approches et offrir aux investisseurs des positions qui pourront être différenciées. Cette ouverture de la concurrence doit s'accompagner de normes professionnelles plus strictes, notamment sur la profondeur des diligences à mettre en œuvre avant d'émettre une opinion. Les autorités américaines sont probablement les mieux placées pour favoriser la concurrence et définir les contours d'une régulation.

Mais l'amélioration de la concurrence sectorielle n'aura qu'un effet limité si on ne l'accompagne pas d'une concurrence « externe ». Après tout, la réduction de l'asymétrie d'information est plus l'affaire des entreprises que celle des agences de notation. Si l'on veut limiter l'influence de la notation sur les cours, il faut s'assurer que les marchés soient mieux informés. Le vrai débat devrait donc porter sur la qualité de l'information donnée par les émetteurs.

**Il importe que d'autres agences montent en puissance afin de faire évoluer les approches et offrir aux investisseurs des positions qui pourront être différenciées. Cette ouverture de la concurrence doit s'accompagner de normes professionnelles plus strictes, notamment sur la profondeur des diligences à mettre en œuvre avant d'émettre une opinion.**

<sup>20</sup> « It's the ecology, stupid. How breakdowns in market diversity can lead to volatility. », M. Mauboussin, CSFB, September 11, 2002.

Pour obtenir une 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. 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.

L'examen de ce type d'indicateurs 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 ».

Parmi les indicateurs non financiers, quels sont ceux privilégiés par les investisseurs ? Une étude conduite il y a quelques années aux États-Unis<sup>21</sup> 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.

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. ■

<sup>21</sup> « Measure that matter », Ernst & Young, 1997. Les conclusions de cette étude ont été à plusieurs reprises confirmées par d'autres recherches.