

Agences de rating, trop influentes ?

Les notes des agences de rating font trembler plus d'une entreprise. Une dégradation de la note peut en effet coûter cher tant l'audience des agences s'est élargie. Obligataires, mais aussi actionnaires, sont à l'écoute de leur avis. Les agences ont donc une influence certaine sur les marchés financiers.

La mesure de la création de valeur par les entreprises est devenue particulièrement complexe.

Ne tirez pas sur les agences de rating !

D'après un article de **Jean-Florent Rérolle**, Associé Ernst & Young

Les agences de rating sont soumises à de virulentes critiques ces derniers mois. Quel est leur véritable rôle sur le marché financier ? Faut-il changer leur mode de fonctionnement ?

En période de troubles, chacun cherche des responsables au malheur. La crise que vient de traverser le capitalisme ne fait pas exception. Les analystes ont d'abord été entraînés sur le banc des accusés, puis les commissaires aux comptes et les membres des comités d'administration. À qui le tour ? Aux agences de rating. Subjectivité de leurs analyses, manque de rigueur, comportements irresponsables, complaisance avec certaines entreprises. Les accusations sont sévères. Sont-elles pour autant justifiées ? Quel rôle jouent exactement les agences de rating sur le marché financier ? Sont-elles trop puissantes ? Voilà les questions qui méritent d'être posées pour comprendre à sa juste valeur leur degré d'influence.

À QUOI SERVENT LES AGENCES DE RATING ?

Les investisseurs suivent avec beaucoup d'intérêt les notes rendues par les agences de rating, car le rôle d'informateurs de ces dernières leur est essentiel, en particulier pour mesurer la création de valeur par l'entreprise, et sa bonne répartition. Obligataires (émetteurs, investisseurs, intermédiaires financiers, banques) et actionnaires, tous sont concernés par ces notations, dans la mesure où tous ont intérêt à connaître la volatilité actuelle et future de l'actif économique de l'entreprise, et à s'assurer que la structure financière est compatible avec la dynamique de son exploitation.

Plusieurs critères entrent en ligne de compte dans l'attribution des notes. La capacité de l'entreprise à couvrir ses obligations financières dans le futur est bien sûr le point essentiel. Mais le système de gouvernance d'entreprise – éthique du management et contrôle du Conseil d'Administration par exemple – fait également partie des préoccupations des agences de rating. Certains biais ou situations jugées anormales font l'objet d'une observation toute particulière : l'utilisation des ressources à des fins personnelles, des rémunérations de dirigeants surévaluées, des

systèmes de prime incompatibles avec la stabilité de l'entreprise à long terme... Cette liste n'est pas exhaustive, mais elle montre bien que les agences de rating, par leur vigilance, protègent les investisseurs, plus qu'elles ne les pénalisent. Elles leur apportent des informations précieuses sur des aspects essentiels de la création de valeur : crédibilité du management, capacité à mettre en œuvre une stratégie claire, flexibilité de l'entreprise. D'où viennent alors les réticences à leur rencontre ?

UNE INFLUENCE ET UNE IMPUNITÉ JURIDIQUE SANS ENTRAÎNE

Le problème ne vient pas des agences elles-mêmes, mais plutôt du fait qu'elles soient les seules sur le marché à avoir les moyens de fournir des informations financières crédibles. La mesure de la création de valeur par les entreprises est devenue particulièrement complexe ces dernières années. Internet et les nouvelles technologies offrent certes un flot d'informations financières aux actionnaires, mais la lisibilité de ces informations n'est pas évidente. La mutation des modèles de développement, l'émergence de réseaux d'entreprises et non plus d'entités isolées, le renouvellement technologique constant et la réduction du cycle des vies des produits et services, font de l'appréhension de la valeur créée par l'entreprise un véritable casse-tête. Ajoutons à cela le poids de plus en plus important des actifs intangibles dans l'entreprise (talents, compétences, marques, etc.) et la complexité des organisations, on comprend alors que seuls les professionnels de l'évaluation, en l'occurrence les agences de rating, puissent donner un avis solide. Les dirigeants, eux, ont tendance à être trop optimistes ; quant aux analystes, des études ont montré qu'ils suivent, plus qu'ils ne précèdent, les prises de position du marché.

Non seulement les agences de rating sont devenues incontournables, vu le discrédit des acteurs classiques, mais elles bénéficient en outre – du moins pour les trois principales agences que sont Standard & Poor's, Moody's et Fitch – d'une quasi impunité juridique. Délivrant des opinions (notes), par définition subjectives, elles sont protégées, en cas d'erreur de jugement, par le premier amendement de la Constitution américaine sur la liberté d'opinion. Leurs avis s'apparentent donc, sur le plan juridique, à l'éditorial d'un journal.

REDONNER AU MARCHÉ SON RÔLE DE RÉGULATEUR

Rééquilibrer les rôles entre les différents acteurs du marché exigerait de donner à chacun les moyens de se forger sa propre opinion. L'asymétrie d'informations entre émetteurs et investisseurs, au cœur du problème, ne serait pas aussi importante et l'influence des agences de rating ne serait pas aussi forte, si tous les acteurs pouvaient avoir les moyens d'investigation et d'analyse nécessaires à une juste appréciation des entreprises. Pour cela, une réflexion sur la nature et la qualité de l'information financière doit être menée. Inutile de passer par une réglementation législative trop stricte qui risquerait de créer plus de frustrations que d'améliorations. Plutôt que de multiplier les règles, pourquoi ne pas faire confiance au marché lui-même si l'on donne aux différents acteurs les moyens – c'est-à-dire l'accès aux informations financières et non financières – de construire librement leurs anticipations. Aucun des acteurs individuels, que ce soient les agences de rating ou les analystes, ne détient à lui seul la compréhension des tenants et des aboutissants des marchés financiers. Car les marchés ont ceci de spécifique que c'est l'ensemble des acteurs, et leurs anticipations, qui donnent le ton. Nul n'est donc au-dessus de la mêlée, si ce n'est le marché lui-même, qui reconnaissons-le, finit toujours par être efficient à long terme.

En somme, la crise des marchés financiers résulte davantage d'un dysfonctionnement du système que d'une influence démesurée des agences de rating. Devant la faillite des organes de contrôle traditionnel, et l'incapacité des entreprises à retrouver la confiance des investisseurs, certains ont voulu trouver un bouc émissaire. Mais l'accusation ne résout en rien le fond du problème qui est de restaurer un contrôle externe et efficace des acteurs financiers. ■

Non seulement
les agences sont
devenues
incontournables [...] mais elles
bénéficient en outre
d'une quasi
impunité juridique.

Des avis nécessaires mais subjectifs

Initialement chargées de donner une analyse de crédit, les agences ne se contentent plus de mesurer la solvabilité des entreprises.

Initialement chargées de noter la solvabilité des entreprises, les agences de rating portent également un jugement de plus en plus prospectif, donc subjectif. Une évolution parfois contestée.

Depuis plusieurs mois déjà, la SEC* promet un texte de recommandation sur le fonctionnement des agences de rating. Ce texte tarde à venir et pourrait ne pas être dévoilé officiellement, tant la question est épineuse. Trop influentes pour certains, très écoutées néanmoins par les obligataires et les actionnaires, les agences de rating divisent la communauté financière.

Initialement chargées de donner une analyse de crédit, les agences ne se contentent plus de mesurer la solvabilité des entreprises. Elles sont devenues, malgré elles, les arbitres du marché. Une modification de note pour une entreprise influe souvent sur son cours de bourse. Pour certains, cette évolution est une dérive qui nuit aux entreprises car elle inhibe toute prise de risque. De plus, les intérêts des actionnaires et ceux des investisseurs ne sont pas toujours convergents, comme le souligne Agnès de Pétigny, responsable de la notation des entreprises en Europe chez Standard & Poor's : « Une entreprise très entreprenante et qui prend beaucoup de risques peut représenter un bon placement à court terme pour un actionnaire, mais ce n'est pas le cas de l'obligataire, généralement hostile au risque, qui regarde, lui, le long terme. »

Autre question délicate : le caractère prospectif des notations. Revendiqué par les agences de rating, cet aspect prospectif dérange car il est teinté d'une certaine subjectivité. Comment anticiper avec fiabilité les résultats et la qualité de crédit future d'une entreprise ? Personne n'en est véritablement capable. Comme le remarque un des responsables financiers d'un groupe d'assurance français, « la lisibilité de la rentabilité est difficile à établir dans certains secteurs, en particulier dans le domaine de l'assurance. Les notes des agences permettent de comparer des entreprises de même activité dans des pays différents, ce qui peut être intéressant pour les investisseurs. Mais le jugement est toujours approximatif du fait de la complexité de fonctionnement du métier de l'assurance. » Néanmoins, les agences ne sont-elles pas les mieux placées pour porter un avis ? Plus indépendantes qu'aucune autre institution puisque leur raison d'être est d'émettre une opinion sur la qualité de crédit et non de recommander des titres à l'achat ou à la vente, les agences ont aussi accès à des informations privilégiées. Leur rencontre annuelle avec le management de l'entreprise concernée, les contacts réguliers qu'elles entretiennent avec l'équipe dirigeante en font des interlocuteurs de premier rang sans qu'elles soient pour autant enfermées dans une logique de dépendance. Les choses se compliquent néanmoins pour les agences qui exigent une rémunération en échange de leur note. L'indépendance dans ce cas est plus délicate à conserver.

Comment améliorer la qualité de la notation des agences ? Mieux anticiper les risques opérationnels d'une part, mais surtout améliorer la transparence de l'information : sur quels critères se fondent un changement de notation ? Quels sont les fondements des décisions prises par le comité de notation de chaque agence ?

Autre remède qui semble mettre d'accord tout le monde : l'élargissement du nombre des agences. Le 24 février dernier, l'agence canadienne Dominion Bond vient ainsi de se faire homologuer par la SEC. « La concurrence est saine et la compétition est nécessaire. Plus il y a d'agences, plus l'émulation sera forte et plus la qualité de nos notes sera appréciée », reconnaît Agnès de Pétigny. ■

* Securities and Exchange Commission