

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 traînés 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.

A 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 gouvernement 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 encontre ?

UNE INFLUENCE ET UNE IMPUNITÉ JURIDIQUE SANS ENTRAVE

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.