

Document

Les agences de notation et la notation financière

(http://www.lexinter.net/JF/agences_de_notation_financiere.htm)

Les NSRO

Il y a dix agences de notation (*credit rating agencies*) qui sont des *Nationally Recognized Statistical Organizations* (NSRO). Les NSRO sont des agences qui émettent des notations dont la SEC autorise qu'elles soient utilisées par d'autres firmes financières. Ce statut date de 1975 lors de l'émission par la SEC des règles concernant les exigences de capital des banques et broker-dealers. En 2006 le Congrès américain a passé le Credit Rating Agency Reform Act qui en particulier donne pouvoir à la SEC pour la régulation des agences de notation.

La notation ou rating

Les agences de notation délivrent des notes à des instruments de dette qui sont émis par des émetteurs publics ou privés. Le rôle de l'agence de notation financière est d'évaluer le risque de défaut de l'émetteur sur ses dettes financières lorsqu'il s'agit de notation de signature et le risque attaché aux titres pour la notation de titres.

Les agences de notation accordent des notes aux émetteurs, c'est la notation de signature, mais aussi aux titres émis par les émetteurs, c'est la notation de titres financiers.

L'évaluation des titres est susceptible d'être différente en fonction des engagements, sûretés et garanties consenties aux créanciers particuliers. L'appréciation se traduit par une note, avec des lettres associées à des probabilités de défaut.

Notation financière et échelles de note

Les agences vont publier une notation financière avec des échelles alphabétiques de notes

Les agences de notation publient aussi des perspectives qui sont des indicateurs sur l'évolution probable des notations à moyen terme. Les agences publient enfin des listes de surveillance, qui comprend les notations qui sont susceptibles de révision à court terme.

La notation est généralement réalisée à l'initiative de l'émetteur, mais certaines notations sont non sollicitées, et réalisées uniquement sur la base des informations publiques.

Les agences proposent d'autres services aux émetteurs comme des prestations d'évaluation de projets stratégiques.

Processus de notation

Les agences de notation, en ce qui concerne les notations sollicitées, collectent de l'information auprès de l'émetteur et s'entretiennent avec le management. L'analyste présente le dossier à un comité, qui prend une décision dont l'émetteur peut faire appel. La décision finale se traduit par un communiqué de presse relativement synthétique. La méthodologie est disponible sur le site des agences. Elle associe divers éléments tels les informations propres à l'émetteur, les données macroéconomiques, l'expérience du secteur

Impact de la notation

Les notes données par les agences de notation ont un impact considérable sur les marchés financiers. La réglementation américaine en fixant des impératifs de niveau de la notation des titres dans lesquelles certains investisseurs peuvent investir donnent une importance capitale à ces notes en même temps qu'elle a donné une légitimité qui a entraîné une confiance des investisseurs. Elles sont censées améliorer la transparence et la sécurité des marchés de crédit. Elles ne sont soumises actuellement à aucun contrôle.

Les notes des agences de notation ont des vertus auto-réalisatrices. Une note favorable des agences de notation va permettre à l'émetteur de bénéficier de conditions d'endettement favorables alors que l'abaissement des notes et même la simple mise sous surveillance, va détériorer les conditions d'endettement, le cas échéant couper l'accès au crédit sinon déclencher les défaillances quant aux crédits existant, sans parler de l'effet sur la cotation des actions.

Par ailleurs la notation financière donne une influence considérable à la chaîne d'ingénierie financière à laquelle ses intérêts étaient fortement liés. En privilégiant les phénomènes de taille (y compris par le *too big to fail*) elle a encouragé les fusions acquisitions, les entreprises se cantonnant à la croissance externe et délocalisant par ailleurs la production pour dégager les flux financiers nécessaires.

Le modèle économique des agences de notation en matière financière

Les émetteurs paient la notation des instruments de dettes qu'ils émettent. Eventuellement ils achètent aussi aux agences de notation des services.

Ce modèle économique s'est substitué au modèle d'origine, qui a fonctionné pendant un demi-siècle, où les investisseurs qui sont les utilisateurs de notes versaient des honoraires pour connaître les notations.

Le changement de modèle économique correspond à l'évolution des marchés financiers et au rôle des agences de notation dans la titrisation.

Notation des CDO's

Les critiques des agences de notation

Les errements des agences de notation sont manifestes quand on considère les surévaluations des notations durant la folie boursière des années 1990.

Entre 1997 et 2000 plus de 90% des notes attribuées étaient positives et incitaient à l'achat. Jusqu'au premier trimestre 2000 les agences de notation ont affiché des notes positives, optimistes et rassurantes sur la santé des entreprises. Les agences de notation financières n'ont pas vu arriver la crise asiatique de 1997. Elles ont accéléré les problèmes et précipité les difficultés (Brésil 1999- Argentine 2001) en procédant à des modifications non justifiées et en prenant des décisions trop brutales.

Elles n'ont anticipé aucune des crises importantes : Enron, Worldcom, Penn Central, Worldcom, Tyco, Parmalat etc. Ces différents scandales étaient dans des sociétés qui avaient une dette considérable.

Elles n'ont rien prévu du krach des *dot.com*. à la suite d'une bulle qui avait été nourrie par un endettement considérable. Ce n'est qu'en juin 2002, alors que les indices boursiers avaient déjà, au niveau mondial, perdu 40% en deux ans, qu'elles ont commencé à percevoir les difficultés. Les agences de notation ont attendu l'été 2002 pour changer d'optique, en baissant leurs notes des entreprises cotées à New York, Londres, Paris ou ailleurs.

La qualité et l'intégrité du processus de notation ont été contestables, avec un manque de compétence, de moyens humains et de professionnalisme, un manque de pertinence et une volonté d'aveuglement. Les critiques ont porté en particulier quant à la fiabilité de la notation en cas de crise potentiellement systémique.

De nombreux défauts, que ce soit d'émetteurs publics ou privés, ont montré la faible fiabilité de la notation.

Les critiques se sont déchaînées à propos du rôle des agences de notation dans la crise du subprime. Elles n'ont pas anticipé la crise des subprimes. Il est clair en effet que la qualité et la fiabilité de la mesure du

risque de crédit fournie par les agences de notation était totalement illusoire. Les agences de notation participaient à des montages qu'elles notaient, elles étaient en conflits d'intérêts multiples.

Il ne s'agit pas d'un simple problème de contrôle des agences de notation et de solution des problèmes de conflits d'intérêt qui est en cause. La capacité des agences de notation a analysé le risque dans les opérations ayant donné naissance aux sous-jacents, la transformation du risque dans le cadre des titrisations, surtout pour les produits structurés, la gestion du risque et son évolution ne peut qu'être illusoire.