

Actualité de la notation

François DAULON

Président du Directoire de l'ADEF

Le rating est une technique et une pratique d'origine anglo-saxonne. En français, la meilleure traduction est « notation ». Le terme anglais reste toutefois le plus employé par les professionnels francophones.

Dans sa définition la plus simple, la notation est un processus d'évaluation du risque attaché à un titre de créance, synthétisé en une note (sous forme de chiffre ou de lettre) permettant un classement en fonction des caractéristiques particulières du titre proposé et des garanties offertes par l'émetteur. L'exercice d'une agence de notation n'a pas la même finalité que celui mené par un cabinet d'analyse financière, d'audit ou d'expertise comptable, même si l'agence se livre de fait à une revue détaillée, de toutes les conditions particulières de l'émission à noter et de tous les aspects de l'entreprise émettrice : statuts, historique, activités, marchés, concurrence, politique commerciale, moyens d'exploitation, personnel, situation financière, prévisions, stratégie, etc.

De même, et de façon peut-être plus évidente encore, l'agence de notation ne saurait fournir les mêmes prestations, ni avoir les mêmes charmes qu'une agence de publicité ou de relations publiques, ni bien sûr se substituer aux diverses autorités de tutelle publique dont l'utilité pour la sécurité et la transparence des marchés n'est plus à démontrer.

Selon Richard D. Cacchione, président de *Fitch Investors Service Inc.*¹, l'une des grandes agences de notation américaines, c'est *Moody's Investors*

Service Inc., fondée en 1913, qui se serait lancée la première en 1919 dans la notation, suivie de *Fitch* (créée en 1913) en 1922 et de *Standard & Poor's* en 1924.

Hors des Etats-Unis, les deux premières agences de notation à s'ouvrir sont le *Canadian Bond Rating Service* en 1972 à Montréal et le *Dominion Bond Rating Service* à Toronto en 1976.

En avril 1979, à Tokyo, se crée la première agence japonaise : *The Japan Bond Research Institute* (JBRI).

L'Europe ne verra naître qu'en avril 1986 sa première agence de notation, l'*Agence d'Evaluation Financière* (ADEF) portée sur les fonds baptismaux par une douzaine d'investisseurs institutionnels français.

Au même moment, à Londres, *Fitch Investors Service Inc.* en association avec la *COBAC*, une filiale de la Société Générale de Belgique, lance *Euroratings Ltd.* pour noter les émissions sur l'euromarché. Deux ans plus tard, *Euroratings Ltd.* doit déposer son bilan après avoir étudié les opérations d'environ quarante-cinq émetteurs.

L'évolution des cinq dernières années montrent que d'américaine à l'origine, la notation fait de plus en plus d'adeptes à travers le monde. Mais plus que le nombre des nouvelles sociétés compétentes en la matière, c'est peut-être la généralisation

125

¹ — Communication à la XI^e conférence annuelle, Paris, juillet 1986, de l'*International Association of Securities Commissions* sous le titre « Rating Agencies in developing capital markets ».

NOTES

du recours systématique à la notation qui est à remarquer sur l'ensemble des principales places financières du monde.

Ce développement, de par son ampleur, s'accompagne assez naturellement d'un nombre croissant d'interrogations sur la vraie nature et l'utilité des agences de notation, à la mesure de leur succès.

LE DÉVELOPPEMENT DE LA NOTATION DANS LE MONDE

Rappelons qu'avant de s'imposer hors de son pays d'origine, la notation a connu une renaissance aux Etats-Unis même, dans les années 70 à la suite, paradoxalement, de l'échec de la seule agence de notation de l'époque à remplir sa mission : noter les émissions de *commercial paper*². Il s'agit du *National Credit Office* (NCO), division de *Dun and Brad Street, Inc.* Sa meilleure note est « Prime » et c'est celle qu'elle a accordée aux billets de trésorerie de la première entreprise de transport du monde, la *Penn Central Transportation Company*. Pourtant, cette dernière est déclarée en faillite en juin 1970, laissant impayé un encours d'effets à court terme de 80 millions de dollars. La déconvenue est totale. D'autant que, animé alors par des émetteurs nombreux et de grand renom, le marché du *commercial paper* est considéré depuis des décennies comme pratiquement sans risque. Les seuls critères de bonne réputation et de taille sont insuffisants à mesurer l'aptitude d'un émetteur à régler à bonne échéance capital et intérêts dus, quelles que soient les conditions du marché. Les investisseurs ne peuvent que redécouvrir et appliquer à leurs placements et prises de participation les règles élémentaires, car éternelles, de plafonnement, couverture et division des risques.

En réaction, la *Security and Exchange Commission* (SEC), promulgue de nouvelles obligations d'information publique; *Fitch* et *Standard & Poor's* commencent à noter les émissions de *commercial paper* tout comme *Moody's* qui vient d'absorber le NCO défaillant.

Les demandes et investigations des agences se renforcent considérablement à l'égard des candi-

dates à la notation : les investisseurs eux-mêmes deviennent plus exigeants et commencent à souhaiter deux notations délivrées par deux agences différentes et reconnues.

Les autorités de tutelle encouragent le mouvement. C'est une décision de la SEC applicable au 1^{er} septembre 1977, la *Uniform Net Capital Rule*, relative aux fonds propres des brokers/dealers membres du *New York Stock Exchange* qui établit indirectement la nécessité des deux notations.

● Aujourd'hui, il existe cinq entreprises de notation aux Etats-Unis. Les trois plus anciennes ont leur siège à New York.

Moody's Investors Service Inc. filiale de *Dun & Bradstreet* depuis 1962; *Fitch Investors Service Inc.*, propriété de la famille Cacchione, et *Standard & Poor's*, département de *McGraw-Hill Inc.* depuis 1966. Puis *Duff & Phelps Inc.*, créée à Chicago en 1932 et détenue à 100 % par son personnel ainsi que *McCarthy, Crisanti & Maffei Inc.*, créée à New York en 1975 et filiale depuis avril 1985 de *Xerox Information Systems Inc.*, sont deux agences également actives. A la différence des trois grandes, elles ne sont pas des « *full-service agencies* » car elles ne notent ni les émissions internationales, ni celles des Etats souverains, ni encore celles des collectivités locales.

Au Japon, les émetteurs bénéficient des services de quatre agences qui pratiquent la notation depuis 1979. Outre le *JBRI* déjà cité, *Mikuni & Co* bien que créé en 1975 ne s'est lancé dans la notation des obligations émises par les entreprises japonaises qu'en juin 1983, suivi en 1985 par le *Nippon Investors Service Inc* (NIS) et par la *Japan Credit Agency* pour les émissions de « papier commercial domestique ».

Ces quatre agences nationales japonaises ont été fondées soit par des personnes physiques (*Mikuni*), soit par un groupe (*Nihom Kaizai Shimbun Inc.* pour le *JBRI*), soit par des institutions financières.

Quatre-vingts établissements conduits par la *Bank of Tokyo* et *Nippon Insurance Life Co* ont formé la *Japan Credit Rating Agency* en avril 1985; cent vingt menés par la *Long-Term Credit Bank of Japan* et les quatre principales maisons de titres, le NIS. La taille des marchés japonais s'y prêtant aisément, ces quatre agences « locales » sont en concurrence directe avec les trois grandes agences américaines agréées par le ministère des Finances (MOF).

2 — Le « *commercial paper* » est un billet à ordre non garanti, plus souvent au porteur que nominatif, à échéance déterminée, généralement à moins de 270 jours. C'est l'un des trois principaux instruments (autres que les titres publics) utilisés sur le marché monétaire nord-américain, avec les acceptations bancaires (*Banker's acceptance*) et les certificats de dépôts. Cf. : « *The money market* » de Marcia Stigum. Chapitre 18, édition 1983 - Dow Jones - Irwin.

ACTUALITÉ DE LA NOTATION

En Corée, 32 compagnies financières ont fondé en février 1985, à Séoul, la *Korea Business Research & Information*; les Philippines ont depuis avril 1985 leur agence de notation avec le *Credit Information Bureau*; en Inde, vingt et une institutions financières et bancaires fondent à Bombay en septembre 1987 *The Credit Rating Information Services of India Ltd*; la Chine aurait également créé la sienne³.

• Les agences américaines sont actives auprès des émetteurs européens depuis quinze ans. Notant des euro-obligations dès 1974, *Standard & Poor's* a accordé sa première notation en France à une émission obligataire de la Caisse Nationale des Télécommunications en 1975. Aujourd'hui, *Standard & Poor's* suit une trentaine d'émetteurs (industriels, établissements de crédits, sociétés nationales), garantis ou non par la République française.

Avant même d'ouvrir son bureau à Tokyo en 1986, *Standard & Poor's* dispose depuis 1984 d'un bureau de représentation à Londres qui est devenu récemment le siège principal de ses opérations internationales.

Egalement installé à Tokyo depuis 1985 et à Londres, *Moody's Investors Service Inc.* a ouvert en 1988 un bureau à Paris pour mieux servir une clientèle française importante et diversifiée.

Lorsqu'en juillet 1987, l'ADEF publie les notes⁴ attribuées aux émissions de billets de trésorerie et d'obligations de ses huit premiers clients, la place de Paris, pourtant déjà initiée aux dures lois du « rating » à l'américaine, et peut-être précisément aussi pour cette raison, ne peut réprimer un sourire tant l'exercice continue d'apparaître inaccessible à la culture autochtone.

A sa création en avril 1986 par le Crédit National, la DAFSA, neuf grandes compagnies d'assurances publiques et privées et une caisse de retraite, l'ADEF concrétise l'intention manifeste de la place de Paris de combler rapidement, à partir d'une initiative collective, le retard de la France en matière de notation. L'importation des Etats-Unis, puis la francisation en mars et décembre 1985 des deux instruments monétaires que sont le certificat de dépôt négociable et le billet de trésorerie, confirme ce souci et conforte cette décision.

3— Le rating sans frontières. Guénolée de Cian - Eurépargne n° 35, septembre 1989.

4— « Echelles des notes ADEF » en annexe 1.

Fidèles à l'esprit libéral qui les anime, les autorités françaises de tutelle n'imposent aucune obligation de recourir à la notation, sauf pour les émissions de billets de trésorerie à plus de 2 ans, mais aucune entreprise n'a de projet à cette échéance et, aujourd'hui encore, les billets de trésorerie à moyen terme sont rarissimes. Il est demandé toutefois aux émetteurs de faire savoir s'ils ont ou non demandé une notation et, le cas échéant, la décision obtenue de l'organisme compétent.

Trois règlements⁵ du Comité de la réglementation bancaire en date du 22 juin 1989 qui uniformisent les caractéristiques des certificats de dépôts des bons des institutions et des sociétés financières et des billets de trésorerie, confirment que tous les émetteurs de titres de créances négociables (TCN), d'une durée initiale supérieure à deux ans, doivent obligatoirement recourir aux services d'une agence spécialisée et faire connaître la notation qu'ils ont obtenue préalablement à l'émission de ces titres.

Pour les émetteurs de TCN d'une durée initiale au plus égale à deux ans, la seule obligation est de faire connaître si une notation a été demandée et, le cas échéant, la notation obtenue.

« La Banque de France surveille les conditions dans lesquelles sont délivrées les notations » ajoutent les trois règlements.

Œuvrant des emprunts obligataires, aucune obligation de notation n'existe en France. Seule la Commission des opérations de Bourse, à la suite d'une délibération de son collège en date du 12 novembre 1986⁶, recommande la notation des émissions obligataires d'un montant inférieur ou égal à un milliard de francs autres que celles qui sont réalisées ou garanties par l'Etat.

Aujourd'hui, malgré l'absence d'obligations contraignantes pour les émetteurs, ce dont il faut se féliciter, l'ADEF a pris ses marques sur le marché français. Au 6 décembre 1989, l'ADEF a noté 350 programmes d'emprunts à court, moyen et long terme, en francs français et en devises, répartis sur la tête de 80 émetteurs distincts.

Son équilibre d'exploitation a été réalisé dès le

5— Comité de la réglementation bancaire.

— Règlement n° 89-03 du 22 juin 1989 relatif aux certificats de dépôts.

— Règlement n° 89-04 du 22 juin 1989 relatif aux bons des institutions et des sociétés financières.

— Règlement n° 89-05 du 22 juin 1989 relatif aux billets de trésorerie.

6— Bulletin COB n° 198, décembre 1986.

NOTES

deuxième exercice et son fonds de commerce se développe à un rythme satisfaisant, plus toutefois depuis quelques mois, en direction des établissements de crédit⁷ que des entreprises industrielles et commerciales.

Pour honnêtes qu'elles soient, ces références acquises en trois ans apparaissent bien modestes comparées à celles de *Standard & Poor's* qui note les émissions obligataires de plus de 2 000 sociétés et 8 000 États, collectivités locales et agences gouvernementales, ainsi que les programmes de *commercial paper* de 1 300 entreprises domiciliées dans 28 pays. Même si ce palmarès est le fruit de 65 années d'activité.

En Europe du Sud, l'année 1988 a vu naître deux nouvelles agences : à Lisbonne, la *Companhia Portuguesa de Rating*, à l'initiative de la communauté bancaire locale et à Madrid, *Renta 4 Rating*, à l'initiative d'une charge d'agents de change.

Il est public que l'ADEF et ses deux consœurs portugaise et espagnole œuvrent depuis dix-huit mois à la mise sur pied d'un groupement ou d'une fédération européenne des agences de notation qui aurait pour vocation de définir et faire respecter dans la Communauté un code de déontologie professionnelle commun, des définitions et des échelles de notes uniformes ainsi que des règles standardisées de publication et de diffusion.

Les prochains exercices devraient confirmer qu'il est toujours politiquement opportun et très souvent économiquement justifié de promouvoir des agences de notation nationales même sur des marchés financiers de taille encore relativement modeste mais en développement accéléré.

Pour tenter de décrire la généralité et l'ampleur du phénomène de la notation financière, il convient de préciser qu'aux créations *ex nihilo* est venue s'ajouter, pour répondre à une demande croissante, l'ouverture de services de notation au sein de sociétés d'information et de services financiers déjà existantes. L'exemple le plus typique est fourni par la société IBCA, créée à Londres en 1978, et bien connue pour ses travaux d'étude et d'analyse du secteur bancaire anglo-saxon et inter-

national. Convertie récemment à ce métier nouveau pour elle de la notation, IBCA serait, aux dires de son principal dirigeant, sur le point d'obtenir l'agrément de la SEC américaine et celui du ministère des Finances japonais qui constituent, dans une profession très hiérarchisée et concurrentielle, les deux consécutions suprêmes.

● La caractéristique essentielle de l'expansion de la notation dans le monde est clairement la prééminence nord-américaine. Pays natal de toutes les riches innovations financières des deux dernières décennies, les États-Unis restent la première référence via les deux plus puissantes agences au monde que sont *Standard & Poor's* et *Moody's Investors Service*.

L'antériorité des deux sociétés new-yorkaises depuis trois générations, leur réussite auprès des émetteurs, leur présence sur les principales places financières ainsi que l'universalité effective de leurs critères, échelles de notes et décisions, ont légitimé jusqu'aujourd'hui un duopole mondial de fait. Seules les agences nationales japonaises, sur le sol du pays qui est depuis cinq ans — nul ne l'ignore — le premier État créancier du monde, semblent en mesure de contrebalancer l'hégémonie nord-américaine de *Standard & Poor's* et de *Moody's Investors Service*.

Il faut être conscient du fait que la prééminence des deux grandes agences américaines n'est pas naturellement contestée par les opérateurs ni entamée par les agences locales.

On l'a bien vu lorsque la loi du 23 décembre 1988 a rendu obligatoire la notation des parts émises par les fonds communs de créances français. La place de Paris ne bruissait plus alors que de l'expérience et du professionnalisme des agences new-yorkaises dont il est vrai qu'elles évaluent depuis plus de dix ans les risques attachés aux opérations de *securitisation*. Mais, quand après un examen comparatif attentif, il apparaît évident que les deux systèmes américain et français présentent des différences de nature et de régime fondamentalement peu comparables, l'avantage concurrentiel de savoir-faire de *Moody's* et *Standard & Poor's* sur l'ADEF ou toute autre agence est ramené à sa juste mesure, et l'on comprend mal l'engouement du moment sinon comme un phénomène de mode. L'Europe dans ce tableau fait quelque peu pâle figure comme dans le reste du monde. La notation s'y développe par tâche sur les principales places financières et parallèlement à leur croissance.

7 — L'obligation, depuis le 1^{er} juillet 1989, de faire noter préalablement à leur émission les certificats de dépôts négociables à plus de deux ans ainsi que les bons des institutions financières spécialisées et des sociétés financières, n'est sans doute pas complètement étrangère à cette distorsion momentanée de clientèle subie par l'agence française.

ACTUALITÉ DE LA NOTATION

S'il ne faut pas exclure a priori qu'un consensus minimal puisse être atteint assez rapidement entre les diverses agences de notation de la Communauté européenne déjà installées ou en gestation, il n'en demeure pas moins que de nombreuses années seront encore nécessaires avant de parvenir à une intégration suffisante des dites agences pour rivaliser avec des grandes compétitrices américaines.

L'échéance du 1^{er} juillet 1990⁸, avant celle du 1^{er} janvier 1993, constitue pour les entreprises européennes non encore notées — plus nombreuses que celles qui le sont déjà — une vive incitation à rechercher l'estampille qui leur fait défaut.

A ce jour, aucune agence nationale ne jouit d'une reconnaissance suffisante hors de ses frontières. Seules les agences américaines peuvent offrir une validation internationale de qualité aux entreprises européennes. Dans un avenir de plus en plus immédiat, les agences japonaises dont les visites en Europe depuis deux ans sont de moins en moins rapides, pourront-elles aussi offrir cette indispensable valeur ajoutée.

Aussi est-il impératif et urgent pour une majorité d'Européens que se créent, prolifèrent et s'unissent des agences de notation d'origine nationale en grand nombre. Car il est tout aussi illusoire de prôner une Europe communautaire financièrement évaluée sans regroupement des agences de notation locales que d'espérer la consécration de Paris comme première place financière de l'Europe continentale sans agence de notation française.

LES AGENCES DE NOTATION SONT-ELLES UTILES ET NÉCESSAIRES ?

• Les opérateurs de marché sont de plus en plus nombreux hors des Etats-Unis à recourir à la notation et pas seulement par mimétisme : c'est un fait difficilement contestable.

— La notation est utile. Elle est d'abord utile à l'émetteur qui, pour mériter une bonne note, élaborera l'émission la plus équilibrée, la plus sûre et la plus liquide, compte tenu de sa propre situation et des conditions du moment sur le marché. En ce sens, la notation, qui est par nature très normative, est davantage un garde-fou. C'est une incitation à l'excellence.

— La notation est ensuite utile à l'investisseur qui n'a pas toujours les moyens d'effectuer lui-même une analyse approfondie des caractéristiques d'une dette, ni des forces et faiblesses de l'emprunteur correspondant. Sans dispenser l'apporteur de capitaux de se forger sa propre intime conviction, la notation est, à tout le moins, une bonne base d'approche de la qualité intrinsèque d'un placement.

— La notation est enfin utile à la généralité des demandeurs et des apporteurs de capitaux, donc au marché. La notation s'exprime par une note placée sur une échelle ; elle classe un titre de créance par rapport à d'autres titres, dans des catégories, des maturités, des secteurs, des régions, des Etats, etc., différents. Le recoupement des classements confirme, infirme ou anticipe un prix de marché. La notation participe, à cet égard, à la réalisation du marché pur et parfait cher aux théoriciens.

L'utilité avérée de la notation est la source de sa reconnaissance de plus en plus universelle et de son expansion partout où se crée et se développe une place financière.

• L'utilité de la notation serait davantage proclamée s'il n'y avait pas d'agences de notation. Cette boutade ne serait qu'inutile perfidie si elle ne traduisait une contestation latente mais permanente chez beaucoup d'intervenants, clients des organismes d'évaluation financière.

Des reproches formulés, il est possible de définir a *contrario* les critères distinctifs d'une bonne agence de notation, c'est-à-dire d'une agence à laquelle il reste décent de se soumettre.

— Une agence de notation digne de ce nom doit à l'évidence être avant tout indépendante. Indépendante de toutes les parties prenantes (émetteurs, investisseurs, autorités de tutelle, pouvoir politique, groupes de pression, etc.) dans son organisation et son fonctionnement quotidien, surtout dans son instance de notation. Indépendante dans sa structure, ses propres actionnaires pouvant être alternativement émetteurs, investisseurs, ou les deux à la fois et clients !

A cette fin, une bonne division du capital est souhaitable. Aucun actionnaire de l'ADEF ne détient plus de 10 % du capital. Par ailleurs, la composition et les règles de délibération des comités de notation, permanents ou *ad hoc*, doivent être codifiées.

129

⁸ — La libéralisation des mouvements de capitaux et des services financiers sera effective le 1^{er} juillet prochain dans la plupart des Etats membres de la Communauté européenne.

NOTES

— La deuxième qualité attendue d'une agence de notation est la compétence. Il est impératif qu'elle soit animée, dirigée et servie par des professionnels compétents, dévoués, exerçant leurs talents à plein temps et exclusivement sous sa bannière, selon un code déontologique professionnel strict. Le bien-fondé des décisions prises et l'absence totale de conflits d'intérêts personnels sont à ce prix.

— Enfin, les notations décidées en toute indépendance par des professionnels vertueusement compétents seraient d'un piètre intérêt si elles ne bénéficiaient de la reconnaissance la plus large des marchés nationaux et internationaux qu'elles sont censées éclairer.

Là réside le handicap congénital majeur de toutes les agences nationales apparues depuis 1985. L'on comprend qu'une agence ne bénéficie pas dans les toutes premières années suivant sa création de la reconnaissance internationale. Cette reconnaissance ne peut être le fruit que d'une pratique compétente, vérifiée et continue pendant plusieurs années. La suprématie de *Moody's Investors Service Inc.* et de *Standard & Poor's* est, en l'espèce, patente.

● Autre reproche souvent formulé : les agences de notation ne sont pas responsables des conséquences de leurs décisions et, en tout état de cause, sont toujours en retard sur l'événement. Il est exact que les agences de notation prennent grand soin à dégager leur responsabilité de toute conséquence qui trouverait sa source dans la publication d'une note.

Dans chacun de ses documents d'information du public, l'ADEF veille à « rappeler que les notes accordées, bien qu'établies en conscience à partir d'informations vérifiées ou collectées aux sources les plus fiables, ne sauraient engager la responsabilité de l'Agence d'évaluation financière vis-à-vis des émetteurs ou des investisseurs. Elles ne constituent qu'un élément d'appréciation et notamment ne dispensent pas les investisseurs de procéder eux-mêmes à une évaluation critique des créances qu'ils envisagent d'acquérir. D'autre part, l'agence n'assume pas la responsabilité des conséquences d'un mauvais fonctionnement éventuel des procédures d'émission, de conservation et de paiement des créances notées ».

De la même façon, *Moody's* mentionne, en petits caractères au bas de la deuxième page de toutes ses publications, la clause de référence suivante :

Moody's Investors Service has used due care and caution in the preparation of this publication. The information herein has been obtained from sources believed to be accurate and reliable, but because of the possibility of human or mechanical error, its accuracy or completeness is not guaranteed. Moody's ratings are opinions, not recommendations to buy or sell, and their accuracy is not guaranteed. A rating should be weighted solely as one factor in an investment decision, and you should make your own study and evaluation of any issuer whose securities or debt obligations you consider buying or selling. Most issuers of corporate bonds, municipal bonds and notes, preferred stock, and commercial paper which are rated by Moody's Investors Service Inc. have, prior to receiving the rating, agreed to pay a fee to Moody's for the appraisal and rating services. The fee ranges from \$1,000 to \$125,000. Moody's credit reports are generally revised on an annual basis unless in Moody's judgment events necessitate an earlier update.

Dans un style plus elliptique, *Standard & Poor's* souligne dans ses publications internationales : *Information has been obtained by CreditWeek International Ratings Guide from sources believed to be reliable. However, because of the possibility of human or mechanical error by our sources, CreditWeek International Ratings Guide and others, CreditWeek International Ratings Guide does not guarantee the accuracy, adequacy, or completeness of any information and is not responsible for any errors or omissions or for the results obtained from the use of such information.*

Ces clauses résolutoires de responsabilité des agences de notation ne sont en rien dérogoires à celles retenues par tous les éditeurs d'informations financières et commerciales du monde.

La vraie responsabilité des agences de notation est intellectuelle et à la rigueur morale. Et l'on n'en connaît point qui soient encore en activité après s'être systématiquement trompées plusieurs fois. Le sort réservé en 1970 au *National Credit Office* après la faillite de la *Penn Central Transportation Company* n'est pas si ancien qu'il soit sorti de la mémoire des dirigeants actuels de la profession. Les agences de notation seraient-elles toujours les dernières informées de la défaillance d'un émetteur et donc incapables de prévenir les créanciers qui ont souscrit un titre sur la bonne foi de leurs informations ?

ACTUALITÉ DE LA NOTATION

Toute agence, à partir du moment où elle publie une note, engage sa réputation, son crédit et sa responsabilité intellectuelle dont on convient qu'elle est quasiment impossible à prouver et donc à faire sanctionner par un tribunal.

Cette note est, dès cet instant, révisable, à la baisse comme à la hausse à la seule initiative de l'agence notatrice. Sur le modèle américain, beaucoup d'agences tiennent publiquement ouvertes des *watch lists* ou des *credit watch tables*, par lesquelles sont mises en observation les émissions méritant, pour quelque raison que ce soit, positive ou négative, révision de leur notation.

L'indication du sens plutôt négatif ou plutôt positif de la révision éventuelle est précisée lors de l'inscription.

Une émission peut être ensuite retirée d'une liste de surveillance ; une fois retirée de la liste, la note est soit confirmée soit modifiée vers le haut ou le bas de l'échelle.

L'exemple de la défaillance sur l'euromarché de la société *Integrated Resources*, au cours du mois de juillet 1989, avec un encours impayé de 300 millions de dollars, illustre le type de situation où les agences de notation sont soumises à rude épreuve.

Integrated Resources était inscrite sur les listes de surveillance de *Standard & Poor's* et de *Duff & Phelps* avec des indications négatives annonçant une dégradation imminente. Mais aucune des deux agences n'effectua cette dégradation avant la déclaration du défaut de paiement qui entraîna alors aussitôt la mention D (*default*).

Pendant ce temps, *Moody's* qui n'avait pas été sollicitée pour noter le *commercial paper* d'*Integrated Resources*, avait cependant dégradé la dette à long terme à Caa, correspondant à un défaut de paiement prévisible à court terme (*voir échelle de notes en annexe n° 2*).

Cet échec retentissant sur l'euromarché a conduit *Moody's Investors Service Inc.* à décider et annoncer qu'à l'avenir elle y noterait les émissions à court terme même si l'on ne le lui demandait pas, en particulier et surtout lorsqu'il lui apparaîtrait que le risque sur un émetteur serait incorrectement apprécié par le marché.

Il n'est absolument pas prouvé que les agences de notation n'aient pas rempli leur mission en cette affaire. Des informations nombreuses et concordantes, aux dires des spécialistes, étaient aisément disponibles et auraient dû conduire les opérateurs

à apprécier le papier d'*Integrated Resources* comme du *junk paper*⁹ mais les règles élémentaires de prudence semblent avoir été perdues de vue à ce moment-là.

La perte de confiance s'instaura subitement et surprit tout le monde, agences de notation comprises, par sa violence.

La leçon a été dure pour de nombreux souscripteurs. Espérons-la profitable à tous pour l'avenir. Quelle que soit la clairvoyance des agences de notation, une note n'est pas une assurance tous-risques, *a fortiori* quand elle se situe en dessous de la catégorie des BBB ou Baa, dite des *speculative grades*, où sont classés les placements risqués à des degrés croissants.

• Le dernier reproche, mais non le moindre, adressé aux agences de notation concerne leur coût d'intervention. Selon certains, les honoraires facturés seraient très imparfaitement compensés par la réduction du coût des fonds levés avec une notation.

D'autres vont même jusqu'à affirmer qu'il n'y aurait pas d'avantage instantané à se faire noter, le marché ayant une opinion et donc une appréciation (*pricing*) qui anticiperait les effets du jugement de valeur des agents noteurs.

Le coût d'intervention d'une agence de notation se calcule en points de bases ou centimes du montant d'un programme d'émission noté. A un coût fixe, facturé lors de la première demande de notation et correspondant aux investissements intellectuels de base des analystes, s'ajoute un coût variable fonction de l'encours noté, d'environ 0,02 %. La deuxième année, la partie fixe est diminuée (de moitié à l'ADEF) pour ensuite tendre vers un montant de plus en plus marginal par rapport au coût total.

La tendance relevée chez la plupart des établissements de notation est à la forfaitisation annuelle des honoraires de notation qui, dans tous les cas, sont déjà plafonnés par émetteur, pour des raisons commerciales évidentes.

Ainsi, un même émetteur client de l'*Agence d'évaluation financière* ne paiera pas plus de 400 000 FRF la première année et 250 000 FRF la seconde, quelle soit la nature et le volume de ses appels à l'épargne.

Des barèmes adaptés existent pour la notation des

131

⁹ — Effet financier à haut rendement mais à haut risque, littéralement : effet de pacotille.

NOTES

émissions d'émetteurs appartenant à un même groupe, que ces émissions soient répétitives ou non pendant une période de temps continue donnée, douze mois consécutifs par exemple.

L'opinion généralement admise est qu'il n'est pas raisonnable de payer une notation plus de trois points de base (0,03 %) de l'encours. La vive concurrence des agences entre elles aidant, en particulier sur la place de Paris où les deux grandes agences américaines veulent prendre rapidement des parts significatives du marché, le coût global d'une notation, pour n'être pas négligeable, ne devrait pas constituer un obstacle dirimant.

L'attention des agences doit toutefois être attirée sur la situation des petits et moyens émetteurs tant industriels qu'établissements de crédit. Il n'est pas rare que pour une entreprise dont les besoins de capitaux sont inférieurs à cent millions de FRF, le coût d'une notation puisse dépasser 20 points de base la première année et ne pas être inférieur à 10 points de base les années suivantes compte tenu des frais fixes incompressibles.

Il faut savoir qu'une étude de notation sérieusement menée a un prix analytique « vrai » très rarement inférieur à 100 000 FRF.

Seules d'impérieuses nécessités commerciales, qui s'apparentent dans certains cas à du dumping,

peuvent justifier des facturations à perte. L'intérêt des émetteurs n'est pas alors, semble-t-il, respecté à terme. Les mêmes causes produisant les mêmes effets, les guerres de tarifs finissent toutes, après élimination du concurrent indésirable, de la même façon : par un relèvement des prix pratiqués.

L'imagination créatrice des sociétés d'évaluation devrait être davantage sollicitée pour qu'avec l'aide des émetteurs de taille modeste soient instaurés des voies et moyens qui, tout en garantissant l'intégrité du processus de notation, allègent leurs diligences et donc diminuent leurs honoraires. L'accès du plus grand nombre possible d'émetteurs à la notation en dépend tout comme l'efficacité de la notation varie en proportion exacte du nombre et de la diversité des emprunteurs notés.

- L'effet d'une notation sur le prix final d'une émission est un sujet d'une toujours brûlante actualité. Deux exemples permettent d'illustrer le débat : le marché des billets de trésorerie français et celui de l'euro-commercial paper de Londres. La structure des taux à un mois sur le marché primaire parisien des billets de trésorerie (BT) a évolué de la façon suivante au cours des deux dernières années :

	11.01.1988		04.07.1988		09.01.1989		03.07.1989		02.01.1990	
	TAUX	ÉCART/ MARCHÉ MONÉTAIRE	TAUX	ÉCART/ MARCHÉ MONÉTAIRE	TAUX	ÉCART/ MARCHÉ MONÉTAIRE	TAUX	ÉCART/ MARCHÉ MONÉTAIRE	TAUX	ÉCART/ MARCHÉ MONÉTAIRE
BT 1 mois	2									
Nationalisé	7,68	- 0,32	6,97	- 0,22	8,19	- 0,23	9,06	- 0,26	10,90	- 0,29
1 ^{er} nom ¹	7,74	- 0,26	7,00	- 0,19	8,22	- 0,23	9,09	- 0,23	10,93	- 0,26
2 ^e nom	7,80		7,03	- 0,16	8,25	- 0,17	9,12	- 0,20	10,95	- 0,24

Source : TGT Titres du marché monétaire (situation hebdomadaire)

1 — Référence TGF d'après une « opinion de place »

2 — Taux investisseur ne tenant pas compte de la marge de la banque

Confirmation faite que l'investisseur de billets de trésorerie reçoit une rémunération toujours inférieure au taux du marché monétaire, il convient de noter que l'écart de rémunération qui atteignait, en janvier 1988, 24 points de base entre les signatures de deuxième rang et celles des entreprises nationalisées n'est plus que de 5 points de base le premier jour ouvré de l'année 1990. Ce très faible

différentiel de taux entre les emprunteurs bénéficiant de la garantie officielle ou implicite de l'Etat français et les autres n'est pas de nature à qualifier très positivement aux yeux des opérateurs internationaux un marché aussi peu sélectif et aussi peu hiérarchisé.

De plus, comme il est clair que ce sont les premiers émetteurs de billets de trésorerie qui ont fait noter

ACTUALITÉ DE LA NOTATION

leur papier, force est de constater le très faible effet discriminant de la notation sur la hiérarchie des taux français à ce jour.

L'observateur rapprochera donc sans étonnement cette constatation du fait que sur 110 émetteurs présents, avec 121 milliards de FRF d'encours en décembre 1989, il ne s'en trouve que 20 (dont 16 clients de l'ADEF) à avoir recouru aux services d'au moins une agence de notation. Parmi ce petit groupe de pionniers, une mention toute spéciale doit être réservée à Elf Aquitaine et à la Compagnie de Saint-Gobain : la première publie les notes P1 et A1⁺ que lui ont données *Moody's* et *Standard & Poor's* tandis que la seconde se distingue avec l'affichage des trois notes T1, P1 et A1 de l'ADEF, *Moody's* et *Standard & Poor's*.

S'agissant de l'euromarché du *commercial paper* le tableau ci-après¹⁰ montre l'effet d'une très bonne notation (*first prime rating*) sur le prix que les investisseurs sont prêts à payer pour du papier non noté antérieurement, par rapport à l'offre moyenne au même moment (*average market bid*).

Avant la publication de la note, le prix payé par les investisseurs (*bid yield*) est principalement déterminé par la perception qu'a le marché de la qualité de crédit d'un emprunteur, en d'autres termes, par une notation implicite accordée à cet emprunteur. Or, il ressort qu'une très bonne note n'est pratiquement d'aucun effet sur le prix auquel une émission est négociée, que donc les souscripteurs ne modifiant en aucune manière les termes de leur offre en raison de la notation. Celle-ci ne fait que confirmer ce que le marché a déjà jugé et aucun ajustement n'est nécessaire.

D'autres recherches relatives à l'effet de notes inférieures montreraient des résultats identiques, selon IFR. Ce que les praticiens de l'euromarché suggèrent en revanche est que la note peut conditionner plus sensiblement le *pricing* d'un titre de créance situé sur les barreaux inférieurs de l'échelle qu'en haut de l'échelle où notation et opinion de marché se recouvrent mutuellement et sans grande disparité.

D'une façon plus générale, meilleures sont les notations et plus il est difficile de les valoriser distinctement. Ne sont pas rares les grands investisseurs qui estiment que l'important est d'être

classé dans les A à l'intérieur desquels, ensuite, tout est affaire d'appréciation subjective.

Sans aller jusqu'à accorder une valeur absolue à cette opinion, reconnaissons que d'autres paramètres extérieurs à une émission et à un émetteur déterminent l'écart de taux entre deux dettes.

Selon *Standard & Poor's*¹¹, un différentiel d'environ quinze points de base sépare le coût des ressources à moyen et long termes, résultant des émissions notées AAA de celles notées AA. Mais cette moyenne peut varier fortement d'un marché à l'autre et en fonction des conditions qui prévalent sur le marché au moment de l'émission. Quoiqu'il en soit un marché difficile, timoré, n'hésitera pas à privilégier tout triple A.

En effet, la perception du marché reste décisive et la boutade « un double A, plus un excellent cash flow et un nom qui sent bon la Suisse valent autant qu'un triple A » conserve son once de vérité.

De même, il existera toujours une prime pour le AAA résultant de la garantie d'un Etat par rapport à celui d'une émission obligataire lancée le même jour par une entreprise privée généralement quelconque.

A l'évidence, « un triple A, ça aide » même si le plus difficile est de le conserver puisque la seule modification dont puisse alors bénéficier son heureux titulaire est une note inférieure...

L'appréciation du rôle joué par les agences de notation se révèle finalement plus contrastée qu'il n'y paraît au premier abord. Il n'est pas douteux qu'elles font œuvre utile et participent au développement d'une meilleure transparence et d'une plus grande concurrence sur les marchés financiers, par la qualité de l'information qu'elles fournissent.

Assurément, elles ne sont pas infaillibles mais à tout le moins savent-elles, en garantissant la confidentialité de leurs sources d'information, révéler donc limiter les risques. A partir d'un échantillon de 3 000 sociétés, administrations et risques souverains, *Moody's* a recensé les émetteurs défaillants sur le marché américain de 1970 à 1988.

Plusieurs conclusions peuvent être tirées de cette étude publiée en juillet 1989 : 222 émetteurs bénéficiant d'une notation *Moody'* ont connu, sur la période, un défaut de paiement. Sur ce nombre, un seul était classé dans la catégorie *investment grade*, tous les autres étant considérés comme *speculative grade* (de Baa à B) ; en moyenne, sur

133

10 — *International Financing Review - IFR*, n° 725 du 21 mai 1988, pages 1600 à 1604.

11 — Cité dans *Institutional Investor*, août 1989, page 53.

NOTES

une émission à 10 ans, 4 % des émetteurs notés Baa ont connu une défaillance contre 14 % pour ceux notés Ba et presque 30 % pour ceux notés B ; enfin, et assez logiquement, le pourcentage de défaillances est inversement proportionnel à la note, comme le précise le tableau ci-après :

TABLEAU 1

POURCENTAGE DE DÉFAILLANCE DES ÉMISSIONS A LONG TERME (en %)

Notes	1 an	5 ans	10 ans	15 ans
Aaa	0	0,2	0,5	2,1
Aa	0	0,5	1,4	2,2
A	0,01	0,5	1,4	2,7
Baa	0,16	1,6	3,7	5,9
Ba	1,56	8,3	14,2	18,9
B	6,69	22,3	29,3	32,9

Enfin, les agences de notation ne peuvent prétendre être indispensables. Bon nombre d'investisseurs institutionnels conservent d'ailleurs pour leur usage exclusif des unités de recherche et d'analyse financières au sein de leur services qui jouent le rôle d'agence de notation interne. Mais un progrès certain est accompli chaque fois qu'une opération présente entre autres avantages celui d'avoir subi le test du processus de notation dans une agence spécialisée autonome. Qui peut sérieusement affirmer que les risques seraient mieux évalués et la sécurité des marchés mieux assurée si les agences de notation n'existaient pas ?

Annexe

ÉCHELLES DES NOTES ADEF

134

Créances négociables dont la durée est au plus égale à 2 ans

La note d'un programme d'émission est accordée pour un an. Elle peut néanmoins faire l'objet d'une révision en cas d'événement inattendu provoquant un changement immédiat et notable dans la capacité de l'émetteur à tenir ses engagements. A la demande de l'émetteur, elle peut faire chaque année l'objet d'un renouvellement sur la base d'une mise à jour du dossier initial.

L'échelle des notes comporte 4 positions :

- T1 Note la plus favorable. Créance offrant une sécurité totale à l'échéance fixée. Programme bien adapté aux besoins de l'émetteur.
- T2 Risque de non-paiement pratiquement nul, mais entreprise sensible aux évolutions de la conjoncture, ou programme pouvant prêter à critique.
- T3 Forte chance de règlement à bonne date mais émetteur posant des problèmes d'avenir à terme proche, ou programme mal adapté aux besoins de l'émetteur.
- T4 Créances émises par des entreprises en risque de défaut de paiement.

Créances négociables dont la durée est supérieure à 2 ans

La note est accordée pour la durée de l'émission mais soumise à une surveillance continue qui peut entraîner une révision.

L'échelle des notes comporte 20 positions :

AAA Situation de l'émetteur excellente, perspectives

- AA1 d'activité et d'équilibre financier les meilleures, aptitude sans réserve à assurer le service et l'amortissement de la dette.
- AA2 Mêmes critères mais à un degré moindre.
- AA3
- A1 Forte aptitude de l'émetteur à assurer de façon normale le service et le remboursement de la dette, mais sensibilité à l'environnement ou aux évolutions techniques qui peut introduire une légère incertitude pour l'équilibre financier à long terme, sans pour autant mettre en cause la bonne fin des créances.
- A2
- A3
- BBB1 Capacité satisfaisante de l'émetteur à assurer le service et le remboursement de la dette, mais activité s'exerçant sur un marché étroit ou instable entraînant des risques réels d'évolution négative en cas de situation économique défavorable.
- BBB2
- BB3
- BB1 Service et remboursement des créances comportant une incertitude croissante. Créances risquées à des degrés croissants.
- BB2
- BB3
- B1
- B2
- B3
- CCC
- CC
- C Créances en défaut de paiement prévisible à court terme.
- D Créances en défaut de paiement.

ACTUALITÉ DE LA NOTATION

Il est rappelé que les notes accordées, bien qu'établies en conscience à partir d'informations vérifiées ou collectées aux sources les plus fiables, ne sauraient engager la responsabilité de l'Agence d'évaluation financière vis-à-vis des émetteurs ou des investisseurs. Elles ne constituent qu'un élément d'appréciation et notamment ne dispensent pas les investisseurs de procéder eux-mêmes à une évaluation critique des créances qu'ils envisagent d'acquiescer. D'autre part, l'agence n'assume pas la responsabilité des conséquences d'un mauvais fonctionnement éventuel des procédures d'émission, de conservation et de paiement des créances notées.

TABLEAU 2

ÉCHELLE DES NOTES A COURT ET LONG TERME

	ADEF	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
Court terme	T1	P1	A1 + A1
	T2	P2	A2
	T3	P3	A3
	T4		B C D
Long terme	AAA	Aaa	AAA
	AA1	Aa1	AA+
	AA2	Aa2	AA
	AA3	Aa3	AA-
	A1	A1	A+
	A2	A2	A
	A3	A3	A-
	BBB1	Baa1	BBB+
	BBB2	Baa2	BBB
	BBB3	Baa3	BBB-
	BB1	Ba1	BB+
	BB2	Ba2	BB
	BB3	Ba3	BB-
	B1	B1	B+
B2	B2	B	
B3	B3	B-	
CCC	Caa	CCC+	
		CCC+	
		CCC-	
CC	Ca	CC	
C	C	C	
D	-	D	

135

NB Pour l'ADEF, est à court terme une créance négociable dont la durée initiale à l'émission est au plus égale à 2 ans.

Pour Moody's et Standard & Poor's, est réputée a priori à court terme une créance négociable dont la durée initiale à l'émission est au plus égale à 1 an.

Sources : Adef - Paris 1986.

Moody's Investors Service — « Description des notations - Le système Moody's de notation de l'endettement à court terme et à long terme » — 1988 (en français).

Standard & Poor's — « Critères internationaux - Crédit Revue » — septembre 1988 (en français).

ef