



## LA QUESTION

PAR FRANÇOIS DERRIEN ET CHRISTOPHE PÉRIGNON, PROFESSEURS DE FINANCE À HEC PARIS

# LES AGENCES DE NOTATION SONT-ELLES « TRIPLE A » ?

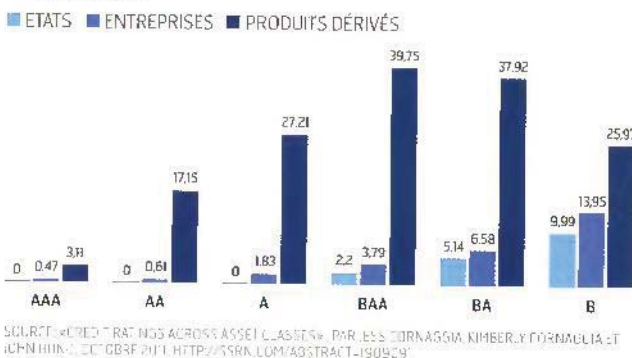
Depuis le début de la crise financière, tout le monde tire à boulets rouges sur les agences de notation. Dans le premier acte de la crise, celui des subprimes, elles auraient sous-estimé le risque de défaut des prêts immobiliers américains. Dans le deuxième acte, celui de la dette souveraine, elles auraient précipité la faillite des Etats en dégradant leurs notes.

Les agences de notation jouent pourtant un rôle important dans l'économie. Elles évaluent la capacité d'un emprunteur (entreprise, collectivité locale, Etat) à honorer ses engagements financiers dans le futur. Les agences utilisent un système de notation fondé sur une vingtaine d'échelons (de AAA pour les produits les plus sûrs à D pour les produits en défaut). La note attribuée conditionne le taux d'intérêt que l'emprunteur devra verser aux investisseurs et la facilité avec laquelle il pourra placer ses obligations sur le marché. En effet, certains fonds de pension et fonds mutuels ne peuvent détenir des obligations dites « spéculatives » qui sont notées BB+ et en dessous.

La liste des griefs adressés aux agences de notation est longue. Reprenons les principaux.

### LES DETTES SOUVERAINES, MÊME MAL NOTÉES, SONT TOUJOURS PLUS SÛRES

TAUX DE DÉFAUT EN %, EN FONCTION DE LA NOTE DE MOODY'S, DE 1980 À 2010



Lorsqu'elle abaisse la note d'un emprunteur, une agence de notation détériore immédiatement les conditions auxquelles l'entreprise ou l'Etat peut emprunter, ce qui a pour effet de dégrader un peu plus encore la santé financière de

l'emprunteur et d'accroître sa probabilité de défaillance. Ce mécanisme peut donner lieu à un phénomène de prophéties autoréalisatrices.

Par ailleurs, il existe un conflit d'intérêt originel entre les agences de notation et les emprunteurs. C'est effectivement l'emprunteur qui sollicite les services d'une agence de notation et

la rémunère directement pour obtenir son avis. L'agence de notation peut de ce fait être inci-

tée à exprimer un avis particulièrement favorable au sujet d'une entreprise afin de la conserver parmi ses clients, ou attendre le plus longtemps possible avant de réviser à la baisse une note, comme ce fut le cas avec Enron qui ne fut rétrogradée au rang de produit spéculatif que quatre jours avant de faire faillite.

Les conflits d'intérêt ont été singulièrement patents durant les années qui ont précédé la crise des subprimes. A cette époque, les agences de notation avaient une double casquette: elles aidaient les banques à présenter leurs emprunts hypothécaires sous forme de produits dérivés de crédit (les CDO) et notaient ces mêmes produits, souvent AAA.

Un autre problème récemment mis en lumière est le manque de comparabilité des notes entre les classes d'actifs. A la différence d'autres unités de mesure comme

le mètre qui a la même définition à Paris, Tokyo ou sur la Lune, une même note peut signifier des niveaux de solidité financière différents selon qu'il s'agit d'une obligation émise par un Etat ou une entreprise, ou d'un produit dérivé de crédit. Le graphique ci-contre montre le pourcentage d'obligations ou de produits dérivés qui ont effectivement fait défaut: aucune des obligations d'Etats notées AA n'a fait faillite alors que le taux monte à 0,6% pour les obligations d'entreprises notées AA et à plus de 17% pour les produits dérivés notés AA.

Bien que la réglementation n'ait que peu évolué dans le domaine de la notation, certains changements positifs méritent d'être signalés. Premièrement, les agences de notation émettent un nombre important de notes non sollicitées qui ne sont pas payées par les émetteurs – donc bien moins sujettes au conflit d'intérêt. Deuxièmement, Moody's et Standard & Poor's sont mises à mal par une concurrence accrue de la part d'acteurs de plus petite taille. Il existe aujourd'hui une dizaine d'agences de notation reconnues par les autorités de régulation américaines. La création d'une autorité publique de notation qui ne serait pas financée par les emprunteurs mais par le budget de l'Etat, via un impôt sur les transactions financières par exemple, est quant à elle toujours au stade de projet. ■

**Aucune des obligations d'Etats notées AA n'a fait faillite alors que le taux monte à 0,6% pour les obligations d'entreprises notées AA et à plus de 17% pour les produits dérivés notés AA.**