

RÉGULATION

AGENCES DE NOTATION FINANCIÈRE ET INTERMÉDIATION INFORMATIONNELLE



Anouar Hassoune

Maître de conférence
École HEC
et à l'École
Supérieure
de Commerce
de Bordeaux

Traditionnellement décriées en période de récession économique, les agences jouent pourtant un rôle informationnel fondamental et central dans les circuits financiers. En contribuant à l'émergence d'un alphabet et d'un langage communs, elles participent à un modèle de régulation privée et décentralisée des marchés financiers.

D'aucuns paraissent bien davantage prompts à faire le procès des agences de notation financière, notamment en phase basse du cycle économique, qu'à en fonder le sens de la manière la plus rigoureuse possible, sans préjugé ni faux-semblant, sans a priori ni raccourci simpliste. Il est bien évident que les agences de *rating*, et leur produit phare qu'est la notation financière des émetteurs de dette, sont devenus des acteurs importants des économies capitalistes, matures ou bien émergentes.

RENDRE LEUR JUSTE PLACE AUX AGENCES DE NOTATION

Loin des positions pour le moins contestables qui fustigent les agences de notation comme fossoyeurs du capitalisme ou pompiers pyromanes, une exigence s'impose : rendre aux agences leur juste place dans les circuits financiers contemporains. Là n'est pas une mince affaire, tant les agences de *rating* demeurent au confluent d'enjeux importants. Cela dit, fuir devant l'exigence d'intelligibilité du fait social qu'est devenue la notation financière serait un aveu d'échec et une dangereuse faiblesse conceptuelle, tant il est vrai que toute prérogative quasi régaliennne suppose une forme de justification. Quelle est la raison d'être des agences de notation financière ? Comment expliquer, outre leur pérennité, le statut désormais incontournable de la notation dès qu'il s'agit de faire appel public à l'épargne ?

LEUR RÔLE INFORMATIONNEL CENTRAL

Si les agences de notation étaient inutiles aux yeux des investisseurs – les utilisateurs ultimes de la notation financière, elles auraient déjà disparu depuis longtemps. Pourtant, les plus grandes d'entre elles sont actives depuis presque un siècle, tan-

dis que les *ratings* proprement dits n'ont guère évolué dans leur principe, quand bien même de nombreux raffinements méthodologiques ont lentement participé à en renforcer les contenus logiques. Toutefois, un constat empirique de longévité ne vaut pas argumentation conceptuelle ou théorique. C'est justement cette permanence qu'il convient d'expliquer, à l'aune du rôle central (au sens géographique) que jouent les agences dans l'économie informationnelle des marchés financiers. Central et non pas primordial : les agences ne sont pas "premières", puisque leur existence présuppose celle d'émetteurs de dette (les agents économiques caractérisés par un besoin structurel de financement) et les acheteurs de dettes. [1] Mais entre demandeurs et offreurs de financement (qui n'est rien d'autre qu'un décalage de flux de liquidité), il existe un bien, qui a cessé d'être rare quantitativement, mais dont la qualité n'en demeure pas moins très recherchée : l'information.

LES RATINGS SONT DES OPINIONS INFORMÉES

À dire vrai, les agences sont des spécialistes de la collecte, du traitement et de la diffusion d'un ensemble d'informations pertinentes, tant pu-

NOTES

[1] C'est-à-dire les investisseurs, en recherche de véhicules propres à assurer une allocation optimale de leurs excédents d'épargne liquide.

[2] La réputation d'une agence de notation financière est le pilier fondamental susceptible de garantir sa survie. Sans elle, les notes attribuées aux émetteurs cesseraient de constituer des référentiels crédibles pour les investisseurs, ce qui par conséquent réduirait leur valeur aux yeux des émetteurs. En d'autres termes, la réputation contribue à renforcer le contenu informationnel et le rôle d'intermédiation des ratings.

bliques que privatives, émanant aussi bien des émetteurs que du marché et à destination des investisseurs, lesquels captent in fine ces signaux pour une juste tarification du risque inhérent à toute opération de financement. Une agence de notation collecte une quantité d'information déjà largement filtrée par l'émetteur, de nature essentiellement objective et privative, et la complète de données brutes publiques. Ce pool informationnel passe ensuite par le processus analytique caractérisant la grille méthodologique qui est la marque de fabrique de chacune des grandes agences, pour se transformer en opinion quant à la solvabilité future d'un émetteur de dette, à l'usage des investisseurs. Une opinion est par définition subjective, mais elle se doit d'être qualitativement et quantitativement documentée et argumentée. C'est donc bien là une activité de transformation informationnelle, c'est-à-dire d'altération des caractéristiques des flux d'information entrants et sortants, qui garantit la

confidentialité des informations transmises par les émetteurs aux agences, sans en modifier la signification du point de vue d'une juste mesure du risque de crédit.

DÉCOUVREURS DE SENS ET FACILITATEURS D'ÉCHANGES INFORMATIONNELS

Aujourd'hui, l'information est pléthorique ; la valeur ajoutée informationnelle tient bien moins au stockage de l'information disponible qu'à la capacité d'un agent économique à en retirer du sens, par le biais d'un discours à même de transformer un flux brut d'informations peu signifiant en l'état, en un récit cohérent, structuré et intelligible. En cela, les agences de notation sont des découvreurs de sens, eu égard à leur prérogative d'intermédiation informationnelle. En un mot, les agences produisent de la fluidité dans les circuits financiers désintermédiés modernes, en tant que facilitateurs d'échanges informationnels : la plus-value ne s'ajoute qu'en in-

terprétant et sélectionnant les informations les plus pertinentes. On est déjà bien loin des réquisitoires stériles et réducteurs qui stigmatisent le messenger, et finissent par en faire un bouc émissaire.

Pourquoi un marché financier décentralisé est-il dans l'incapacité structurelle à prendre en charge lui-même ces flux d'information ? Autrement dit, quelles sont les forces qui empêchent les investisseurs d'organiser seuls le traitement de l'information susceptible de les conduire à une juste mesure du risque ? La raison de cette impossibilité réside dans l'incomplétude informationnelle des marchés financiers, c'est-à-dire dans le fait que les marchés financiers sont imparfaits du point de vue de l'accès à l'information. Sur un marché parfait, l'accès à l'information exhaustive publique et privée est immédiat et gratuit. Il n'y aurait alors pas besoin d'agences de notation, et au-delà d'elles, il n'y aurait de place pour aucune forme d'intermédiation financière. En un mot,

RB

REVUE BANQUE

CLUB BANQUE

Club BANQUE

Partenaire officiel :

 ERNST & YOUNG

Présidé par :

 LGB FINANCE
A VIVED COMPANY

Mardi 27 septembre 2005

CRBF 97-02 : conformité et externalisation

Président de séance : **Sylvie Lépicier**, Président-directeur général, LGB finance

Les apports du règlement 97-02 modifié

Alain Duchâteau, Directeur de la Surveillance générale du système bancaire
Commission Bancaire

Déclinaison opérationnelle de la conformité

Dominique Garabiol, Directeur, direction de la déontologie et de la conformité,
Caisse Nationale des Caisses d'Épargne et de Prévoyance

L'externalisation des prestations informatiques et le CRBF modifié

Xavier Terrasse, Directeur des développements pour la banque de détail en France
BNP Paribas

La séance sera clôturée par un cocktail.

Mardi 27 septembre 2005 à 18h00
Auditorium de la FBF
18, rue La Fayette, 75009 Paris

Inscriptions et renseignements :
Magali Marchal
Tél. : 01 48 00 54 04 - Fax : 01 47 70 31 67
marchal@revue-banque.fr

BANQUES ET AGENCES DE NOTATIONS

ANALOGIE DES MISSIONS
INFORMATIONNELLES

■ On a suggéré plus haut que les agences de rating, d'un point de vue informationnel, sont aux marchés financiers désintermédiés ce que les départements d'analyse crédit des banques sont au marché intermédiaire du crédit, à savoir des minimiseurs d'asymétrie d'information, des organisateurs d'intermédiation informationnelle, et des facilitateurs de juste tarification du risque de défaut. Mais une critique pourrait en théorie affaiblir la pertinence de l'analogie. La banque, contrairement à l'agence, prend dans son bilan le risque de crédit qu'elle a préalablement pris soin de mesurer et de tarifier, et fait donc face à une incitation forte à estimer correctement ce risque, via des spreads ni trop élevés – au risque de n'attirer que les plus mauvais risques par anti-sélection et d'inciter les plus averses à en prendre davantage – ni trop faibles – au risque que le prix ne couvre pas l'intégralité des chutes dites "normales" ou

"anticipées". A priori, les mécanismes d'incitation applicables aux banques ne le seraient pas aux agences. En réalité, la critique n'est valide qu'en apparence, et en définitive, une telle position paraît bel et bien erronée.

■ En effet, le métier d'intermédiation informationnelle est essentiellement nominal et fiduciaire, c'est-à-dire qu'il ne repose sur aucun actif tangible, mais exclusivement sur du capital humain d'une part, et sur sa crédibilité et sa réputation d'autre part, autant de conditions nécessaires pour la pérennité de la confiance qu'inspire une marque ou une société. Tout impact négatif sur l'un de ces attributs, gagnés au terme de longues années de pratique et cimentés par une mémoire organisationnelle solidement préservée, se traduirait in fine par l'incapacité des agences à renouveler leur fonds de commerce et à générer suffisamment de valeur pour rester en vie.

les banques n'existeraient pas, car chaque investisseur ou pourvoyeur de fonds aurait la possibilité de mesurer sans médiation et instantanément la solvabilité de tout emprunteur. Dans la réalité cependant, non seulement l'information est imparfaite, mais elle est de surcroît d'autant plus coûteuse à obtenir qu'elle est pertinente, c'est-à-dire significative du point de vue de la révélation de la quantité de risque attachée à chaque emprunteur/émetteur.

Dans ces conditions, aucun investisseur n'a rationnellement intérêt à supporter seul le coût du traitement de l'information relative à la solvabilité d'un émetteur en vue de la tarification de son risque (surtout qu'une bonne partie de cette information est d'ordre privatif).

En effet, une fois l'exercice mené à bien, la tarification proprement dite (via la révélation des primes de risque

“Dans la réalité, non seulement l'information est imparfaite, mais elle est de surcroît d'autant plus coûteuse à obtenir qu'elle est pertinente.”

pratiquées) devient un bien collectif, susceptible d'être consommé par n'importe quel autre investisseur qui se comporterait en passager clandestin. Il est donc impensable que le coût de l'exercice indirect de tarification désintermédiée du risque soit supporté par chaque investisseur. Reste donc l'émetteur lui-même, qui voit dans l'évaluation de sa probabilité de défaut un moyen de communiquer au marché décentralisé son juste risque, pour y négocier un juste prix des fonds prêtables.

COMBLER UN MARCHÉ
INFORMATIONNEL MANQUANT

Au demeurant, qui dit information imparfaite reconnaît implicitement l'existence d'asymétries informationnelles, tant *ex ante* qu'*ex post*. Des investisseurs atomisés ne disposent pas des ressources de coordination suffisantes pour organiser la révéla-

tion du niveau de solvabilité a priori et du degré d'aversion pour le risque des émetteurs financés, contrairement aux banques. Dans une certaine mesure seulement, les banques mettent en place des dispositifs de monitoring du risque des emprunteurs, dans la durée de la relation de crédit, grâce par exemple à l'ajustement des garanties (collatéral).

Sur un marché désintermédié, l'avantage informationnel contenu dans la pratique bancaire n'appartient à aucun investisseur identifiable. C'est précisément ce vide que les agences de notation participent à combler. Pour autant qu'on s'attache à la conceptualiser, on peut interpréter l'activité des agences comme le comblement d'un marché informationnel manquant, par le biais d'une délégation tacite (par l'univers des investisseurs) du monitoring des émetteurs, pour le droit d'entrée de ces derniers sur le marché du financement au juste prix.

De surcroît, pour les investisseurs, tout comme pour les émetteurs, une économie de coût considérable est alors mécaniquement réalisée. Au lieu que chaque investisseur collecte de l'information coûteuse auprès de chaque émetteur, et pour contourner les risques de comportements opportunistes des passagers clandestins, la production du liant informationnel est déléguée à une plate-forme centrale constituée d'une tierce partie à même de générer des économies d'échelle liées à sa spécialisation dans l'activité d'intermédiation informationnelle. Ce contrat de sous-traitance partielle joint l'efficacité informationnelle – par la révélation du risque de l'émetteur et la minimisation des risques d'asymétrie, à l'efficacité allocative – en minimisant les coûts agrégés d'accès à l'information. Les coûts sont alors supportés par les émetteurs, qui sont à l'origine des imperfections informationnelles. ■