



Newsletter n°5

Septembre 2016

Quelle note pour les agences de notation ?

S'il est crucial de mieux mesurer les risques financiers, il ne faut cependant pas créer un climat qui conduise la finance à se recroqueviller sur elle-même au détriment du financement à long terme et au bien commun.

A savoir

Une agence de notation évalue la capacité d'un emprunteur à rembourser le capital et les intérêts de ses dettes. Cet emprunteur peut être un Etat, une collectivité locale ou une entreprise. Dans ce cadre, les agences émettent des notes de crédit qui fournissent des analyses de risques aux investisseurs et augmentent ainsi la confiance entre partenaires.

Un rôle important dans le système financier

Les agences de notation jouent un rôle important dans la finance par les informations qu'elles envoient sur les risques courus par les investisseurs (signaux plus ou moins pris en compte par le marché) et informent ainsi les différents acteurs financiers. Elles interviennent aussi dans la régulation financière en indiquant les zones à risque et en orientant les capitaux vers des investissements plus sûrs. Elles vérifient si les banques ont des fonds propres suffisamment importants pour accorder des prêts.

La notation reste cependant un exercice délicat car il mesure la perception d'un risque de non-remboursement d'une dette¹. Il s'agit de l'opinion de l'agence de notation sur le risque de crédit à un instant donné, sur un horizon de temps particulier et une durée; la part d'incertitude dans les prévisions de ces agences demeure inévitable et de sérieuses défaillances ont pu être observées dans les pratiques des agences. La note de crédit est le plus souvent exprimée par un symbole composé d'une ou plusieurs lettres et chaque agence

¹ <http://www.amf-france.org> Cf. *Les agences de notation: comprendre et utiliser leurs notes de crédit*

utilise son propre système de notation. Une note composée de plusieurs "A" indique un risque de non remboursement plus faible qu'une note composée de plusieurs "C". La note de crédit peut évoluer dans le temps selon la conjoncture.

La note de crédit peut être sollicitée par un emprunteur qui veut démontrer sa fiabilité à rembourser –ce que demandent certains prêteurs avant de s'engager- et c'est lui qui rémunère l'agence de notation pour ce service. D'autres notes, non sollicitées, peuvent être établies à l'initiative des agences elles-mêmes, sans accord préalable ; ces notes peuvent être vendues à des investisseurs en quête d'informations.

Toutes ces notes peuvent porter sur des risques de défaut de remboursement de manière globale ou pour des emprunts particuliers ou obligataires² par exemple)

Les imperfections du contrôle

- Le marché des agences de notation est dominé en 2015 par Moody's (40% du chiffre d'affaires mondial), Standard & Poor's (35%) et Fitch (16%). La forte concentration du marché des notations entre un nombre limité d'acteurs ne stimule pas une plus grande recherche de qualité dans la prospective.
- Un excès de simplicité dans les méthodologies actuelles des agences nuit au service rendu. Cette simplicité tient en particulier au faible nombre de critères pris en compte dans les analyses. La méconnaissance de critères non strictement financiers - liés notamment aux ressources naturelles ou énergétiques- et leur non prise en compte ont d'importantes conséquences pour l'analyse des pays et des entreprises. Dans la majorité des cas, les agences de notation sont rémunérées par les entités qu'elles notent. Les agences peuvent, par ailleurs, avoir des activités de conseil, ce qui peut être une source de conflits d'intérêt et biaiser les notations.
- Avant la crise de 2008, les agences ont été conduites à noter des produits dont elles n'étaient pas réellement en capacité de mesurer le risque, notamment dans le cas d'actifs structurés regroupant plusieurs créances. Il pouvait ainsi être possible d'évaluer le niveau de risque de chaque créance prise individuellement, mais pas la corrélation de leurs risques ni l'impact que pouvait avoir la faillite de l'un des emprunteurs. Les agences de notation ont cependant noté de tels produits et leur ont accordé des notations souvent trop élevées, ne protégeant pas les investisseurs.
- La crise de la zone euro a également mis en évidence les enjeux éthiques auxquels font face les agences de notation et notamment la crise de la dette grecque. Il est ainsi apparu que la Grèce avait maquillé ses comptes avec la complicité d'acteurs économiques. La qualité des activités de notation est fortement dépendante de la qualité des informations dont disposent les agences.

² Un emprunt obligataire est un instrument financier émis par une personne morale (Etat, collectivité publique, entreprise publique ou privée) qui reçoit en prêt une certaine somme d'argent de la part de souscripteurs. Il s'agit d'un titre de créance, c'est-à-dire qu'il représente une dette, remboursable à une date, pour un montant fixé à l'avance et qui rapporte un intérêt.

Une obligation fonctionne sur le même principe qu'une reconnaissance de dette, alors qu'une action représente une part du capital de la société. Le cours d'une action dépend des fluctuations du marché et n'est pas connu à l'avance. La valeur de l'action peut augmenter, mais elle peut aussi baisser. Pour une obligation à taux fixe le rendement est connu à l'avance. L'émetteur s'engage à rembourser intégralement la valeur d'achat au terme fixé, ainsi que, chaque année, un intérêt régulier défini à l'avance.

<https://www.caisse-epargne.fr/alsace/definition-emprunt-obligataire.aspx>

- L'importance donnée par les médias aux notes des agences a un effet d'accélération. Plutôt que de faciliter un équilibre du marché, les acteurs financiers réagissent aux notes en précipitant la manifestation des risques (ventes massives de titres à risques) ou en stimulant la spéculation (achats de titres décotés).

L'approche de Justice et Paix

Il faut, bien sûr, apporter des solutions aux problèmes évoqués ci-dessus pour améliorer les activités de notation, mais il est certain que cela ne libérera pas de l'incertitude inhérente à toute prévision sur l'avenir. Cependant l'impact des agences est si grand qu'il faut non seulement promouvoir des bonnes pratiques éthiques, mais aussi surveiller et sanctionner leur travail afin de défendre le bien commun.

Contrôler le contrôleur

Depuis la fin 2009, les agences de notation sont régulées à l'échelle européenne et, depuis juillet 2011, c'est le rôle de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA). La législation européenne a introduit des règles de transparence et de bonne gouvernance. Les agences doivent publier leurs méthodes de notation et les appliquer de façon stable. Elles doivent agir avec indépendance et, par exemple, ne peuvent pas noter une entreprise qui détient plus de 10% de leur capital social. Une entreprise peut désormais plus facilement poursuivre une agence de notation qui aurait enfreint la réglementation européenne intentionnellement ou par négligence grave.

Pour avoir le droit d'exercer en Europe, une agence de notation doit bénéficier de l'autorisation de l'ESMA. Cette dernière évaluera de manière continue les procédures de l'agence et sa gouvernance. L'ESMA peut procéder à des inspections. En cas d'infractions, elle peut infliger des amendes et même retirer le droit d'exercer.

Ces contrôles sont de nature à favoriser un meilleur fonctionnement du système.

Justice et Paix soutient ces approches et se préoccupe aussi d'une régulation internationale.

Chacun à sa place

Il faut aussi veiller à ce que les agences de notation ne se substituent pas aux agents économiques. La notation ne peut pas les évincer mais elle doit guider leurs décisions. Les agents économiques devront inévitablement faire des choix, en prenant en compte d'autres critères que ceux des agences de notation, car le risque est double :

- risque que les notations des agences ne prennent une ampleur démesurée dans les décisions des entreprises, des banques et surtout pour la politique économique des Etats. Le risque est que des critères non financiers comme le bien commun ne se retrouvent affaiblis.

- risque que se développe dans le monde économique une culture centrée sur la peur des risques, conduisant à une sous-utilisation des ressources financières massives disponibles. Ces ressources sont en effet essentielles pour répondre aux enjeux actuels de la relance économique, la réduction du chômage, la réalisation de la transition énergétique et le renouvellement des infrastructures, le développement des pays émergents...

S'il est crucial de mieux mesurer les risques financiers, il ne faut cependant pas créer un climat qui conduise la finance à se renfermer sur elle-même au détriment du financement à long terme et du bien commun.

Des outils de mesure ouverts

Les éléments utilisés pour produire les notes sont bien souvent peu nombreux et uniquement comptables. De nouveaux types d'agences de notation sont apparus qui proposent une gamme plus large de critères et, en particulier, des critères sociaux, d'environnement et de gouvernance. C'est le cas, en France, de Vigeo, Ethifinance, Innovest ou BMJ Core rating... pour ne citer que les quatre agences les plus importantes.

Ces agences ont une vision plus large de la solidité d'une entreprise et prennent en compte le bien commun. Justice et Paix soutient cette approche encore peu répandue et utilisée surtout pour des PME ou des fonds de placement ISR, solidaires ou éthiques. Par-delà ces agences, c'est une autre vision de l'efficacité économique qui est recherchée.

Des pistes pour agir

Les agences de notation sont des outils qui peuvent aider à mieux se situer dans le marché de la finance. Elles rendent un vrai service, mais il faut exercer un discernement sur les informations qu'elles fournissent et ne pas sacraliser ces informations.

Le recours à ces agences est souvent utile pour allouer des actifs de la manière optimale. Il est donc pertinent pour des placements d'épargne de congrégations, de paroisses, de fondations. Mais il faut interroger ces agences sur les critères de notation pris en compte. Intégrer des critères sociaux et environnementaux dans les éléments qui permettent de prendre des décisions économiques a pour résultat de mieux insérer l'économie dans la société et la recherche du bien commun.

La réflexion sur les agences de notation invite à réfléchir sur des procédures pour réguler les investissements au niveau international et sur la notion d'efficacité économique.

Pour aller plus loin :

- Quel rapport au risque est-ce que j'entretiens dans mes décisions économiques et dans ma vie d'une manière générale ?
- A quels risques suis-je le plus sensible, et comment est-ce que je les mesure ?
- Quelle place est-ce que je laisse à la confiance dans mes décisions ?
- Quels autres critères que l'analyse des risques peuvent orienter mes décisions ?

Bibliographie

Les agences de notation, Norbert Gaillard, Editions La Découverte, Collection Repères, février 2010.

Le site <http://www.novethic.fr/> donne de nombreuses informations sur les agences de notation, en particulier celles qui font des analyses extra-financières.

ANNEXE

La finance catholique : quels en sont les inspirations et les principes ?³

9 octobre 2015

Entretien issu du Recueil Dalloz du 8 octobre 2015

Antoine Cuny de la Verrrière est docteur en droit et président-fondateur de l'*Observatoire de la Finance Chrétienne (OFCCFO)*

L'agence de notation Standard and Poor's a lancé, le 19 août 2015, un produit intitulé « S&P 500 Catholic Values Index ». Cet événement a parfois été perçu comme marquant la naissance d'une « finance catholique ».

Qu'entend-on par « finance catholique » ?

En l'absence de texte officiel, il convient de se référer aux travaux de la doctrine. Le texte le plus récent et le plus abouti est la Charte fondamentale de la finance éthique chrétienne. Elle a été publiée le 15 août 2015, à Paris, par l'Observatoire de la finance chrétienne (OFCCFO) et rédigée par des laïcs financiers, juristes et universitaires européens. Cette charte, disponible en plusieurs langues, se veut être une synthèse des pratiques et principes financiers chrétiens recensés à travers le monde. Elle est aussi une tentative laïque de normalisation internationale dans un contexte où l'Église soutient la moralisation de l'économie.

Selon son article 1er, « doivent être identifiés comme faisant partie du domaine de la finance éthique chrétienne, l'ensemble des acteurs, activités, produits, comportements, concepts et organisations, relevant du secteur bancaire, financier ou assurantiel, respectueux des principes fondamentaux ». Or une analyse sommaire de ces « principes fondamentaux » prouve, tout d'abord, que la finance chrétienne est une finance éthique qui cumule, à la fois, les critères de la finance durable (« finance ISR ») et ceux de la finance solidaire. En outre, elle ajoute d'autres critères éthiques spécifiques à la religion chrétienne. La « finance catholique », pour sa part, est un sous-genre de la finance chrétienne au même titre que la « finance protestante » ou l'éventuelle « finance orthodoxe ». Elle se caractérise par des critères éthiques alignés sur la doctrine sociale de l'Église catholique romaine. .

Quels sont les principes de la finance éthique chrétienne ?

La finance chrétienne reprend les principaux objectifs de la finance ISR : long-termisme ; protection de la biodiversité ; défense des libertés fondamentales ; bonne gouvernance. Elle se confond souvent avec la finance solidaire et reconnaît comme vertueux le partage des revenus de l'épargne avec une association ou fondation, et l'investissement dans des entreprises solidaires, notamment pour aider les personnes fragiles, ce qui inclut la protection de l'enfance, la réinsertion des personnes en difficulté, l'aide à l'éducation, la lutte contre l'illettrisme, l'aide aux plus démunis, et l'aide aux personnes souffrant d'un handicap mental ou physique.

³ <http://www.village-justice.com/articles/finance-catholique-quels-sont-les,20618.html>

En sus, et c'est sa principale spécificité, la finance chrétienne applique des critères éthiques religieux. Ses principes fondateurs en réfèrent, on s'en doutait, aux textes bibliques et à la doctrine de l'Église, comme par exemple, les vertus de charité, force, prudence et tempérance. La finance éthique chrétienne, telle que décrite par la Charte, revendique également une position œcuménique et interconfessionnelle. Elle se veut fondamentalement inclusive, et elle repose sur le libre arbitre. Par ailleurs, à un niveau plus pratique, la Charte distingue entre des objectifs positifs (vertueux) et des objectifs négatifs (non vertueux). Sont présumés être positifs, par exemple : la protection de la vie; le développement « de tout homme et de tout l'homme ». À l'inverse, sont présumés être négatifs, par exemple, les investissements favorisant la marchandisation de l'être humain ; la promotion de l'infidélité ; les manipulations génétiques sur le corps humain à d'autres fins que thérapeutiques

À noter que les techniques financières sont expressément visées. Ainsi, sont considérés comme non vertueux *inter alia* : l'endettement excessif ; le recours aux sociétés écrans et aux mécanismes juridiques de déresponsabilisation des personnes physiques ; le financement excessif des multinationales au détriment des petites entreprises ; la spéculation à l'origine de l'instabilité financière ou de la rupture de l'accès aux ressources. La finance chrétienne se présente fréquemment comme l'anti-modèle d'une certaine finance ultralibérale. En ce qui concerne la finance catholique, elle est censée respecter les principes établis par l'Église catholique, à l'instar du produit « S&P 500 Catholic Values Index » qui dit se conformer aux recommandations de la Conférence des évêques des États-Unis.

Existe-t-il des acteurs ou des produits financiers catholiques ?

Il existe de nombreux acteurs chrétiens et catholiques. L'Allemagne compte plus de dix établissements de crédit chrétiens, pour certains créés au début du XXe siècle. L'ouvrage Finance catholique (EMS, 2013) recense un grand nombre d'acteurs, notamment aux États-Unis et en Angleterre. Le phénomène est mondialisé.

La France connaît plusieurs opérateurs issus de la finance solidaire présumés compatibles (finance « catho-compatible ») par la Charte, notamment dans le domaine du microcrédit et des fonds de partage. Mais ces derniers temps ont vu l'apparition de plusieurs entités ostensiblement chrétiennes, par exemple : Credofunding, les Projets de Rosalie, le fonds Proclero ou le Cèdre finance éthique. L'OFCCFO travaille à l'émergence d'une supervision laïque internationale. Il a créé un label et institué un comité de notation. Il cherche à réunir le plus de partenaires possible afin de promouvoir le développement d'une finance plus juste et plus humaine.