

Interrogations sur les nouveaux critères de notation

OBLIGATAIRE. Les agences incluent des appréciations qualitatives dans leurs ratings. Ce qui pose des questions sur la part de subjectivité. En particulier dans les opérations de fusion.

CATHERINE REICHLIN*

Apprendre de ses erreurs. Après la débâcle du subprime et des structures de type CDO ou encore du naufrage des banques islandaises et hongroises, les agences de notation tirent enfin les leçons du passé et tentent de redresser la barre en introduisant des critères qualitatifs pour l'attribution des ratings. La récente amende de 1,5 milliard de dollars de S&P et les poursuites des Etats-Unis contre Moody's pour ses ratings d'obligations collatéralisées ne sont peut-être pas non plus étrangères à cette remise en question.

Le timing est d'autant plus important que le marché subit actuellement une vague de «Fusions & Acquisitions» (F&A) qui amène des montants colossaux de dettes sur les marchés obligataires. Offrir plus de latitude aux sociétés est sans doute une bonne chose. Mais peut-on laisser une notation inchangée lorsqu'une entreprise déjà endettée à hauteur de 120 milliard de dollars s'apprête à faire une acquisition qui la mènera à augmenter de 40 milliards son endettement? Pour AT&T qui annoncé son intention d'acheter TimeWarner alors que le groupe finit à peine de digérer l'acquisition de DirectTV, une perspective négative a déjà été attribuée

par Moody's. L'explosion temporaire de l'endettement doit-elle justifier une baisse immédiate de la note? Il semblerait que non pour les agences de notation.

Selon une étude Bloomberg, sur les 32 cas de F&A notés par Moody's ces 18 derniers mois, 27 ont obtenu une note supérieure à ce qu'elle devrait être en regard du niveau d'endettement. Ces critères impliquent notamment l'ancienneté du management, son track record lors d'acquisitions précédentes, les compétiteurs, la taille et la profitabilité attendue de la nouvelle société. Et forcément également un peu de subjectivité et la foi que le moindre centime de free cash flow sera utilisé pour rembourser la dette. Alors oui, le rating représente la probabilité que l'obligation soit remboursée et le niveau de recouvrement en cas de défaut. Et oui, le profil de risque de l'obligation est binaire: l'investisseur est remboursé ou il ne l'est pas. Reste que jusqu'au remboursement, le temps peut être long et la volatilité créer de solides crampes d'estomac. Malgré toute la bonne volonté des agences de notation, il s'agit là d'un risque qui restera toujours quasi impossible à prévoir.