

Les émetteurs voient rouge face à l'oligopole de la notation qui ferait obstacle à une saine concurrence et donc aux justes prix.



Ligne de production Sanofi, qui fait aussi confiance à Scope Ratings. (CÉLINE CLANET/ INTERLINKS IMAGE)

Le prix de la notation crédit constitue « un sujet important de crispation pour les membres de l'AFTE, il engendre un chapelet de plaintes », se désole Daniel Biarneix, président de la commission notation de l'Association française des trésoriers d'entreprise et directeur financier adjoint de Saint-Gobain. Egrenant le chapelet, la directrice marchés financiers de Sanofi, Priscilia Bouton Peignoux, indique avoir « subi un réveil brutal en 2015 lorsque S&P nous a proposé sans réelle justification une augmentation indécente de 20 % par an pour les trois années suivantes. Nous nous sommes beaucoup battus pour arriver à +6 %. Cela nous a laissé un goût amer. »

Avec S&P Global Ratings, Moody's Investor Services et Fitch Ratings dominent largement le marché européen de la notation (voir illustration). Les « Big 3 » font profil bas sur l'épineux sujet des prix, indiquant composer avec le coût des ressources mobilisées pour garantir la qualité de la notation : « (Nous devons) investir constamment aussi bien dans la recherche que dans les nouvelles technologies, tout en mobilisant notre réseau de 28 bureaux à travers le monde », défend S&P. Or, comme l'estime Jean Fauquier, responsable marchés de capitaux chez Sanofi, un oligopole « est toujours néfaste pour ses clients en termes de prix ». Le géant de la santé a réagi : « Nous avons adopté une démarche commerciale plus agressive, en réalisant depuis 2015 deux procédures d'appels d'offre. C'est nouveau avec les agences de notation, quand cela est courant pour de nombreux services financiers. Nos efforts ont payé, avec une baisse de prix pour une agence », relève Jean Fauquier. Selon lui, « en tant que grand groupe, nous avons un devoir de mettre la pression sur les agences au nom de l'ensemble des émetteurs ». Surtout, Sanofi a mandaté le petit poucet Scope Ratings. « Pour briser l'oligopole, il faut favoriser la concurrence. C'est un travail de longue haleine. Car les principales agences conservent leur position grâce à la reconnaissance des investisseurs, acquise au fil des décennies », explique Priscilia Bouton Peignoux. Qui reconnaît que les petites agences « sont contraintes d'acheter des parts de marché en consentant des tarifs moindres que les grandes. Car des émetteurs comme nous ne peuvent pas, de fait, se passer de S&P ou Moody's. Nous aidons aujourd'hui Scope Ratings en lui mettant le pied à l'étrier sur le marché français ». Le long tunnel à franchir avant de prétendre à la crédibilité aux yeux des investisseurs « constitue une gigantesque barrière à l'entrée, juge Daniel Biarneix. C'est l'œuf et la poule : pas de reconnaissance, pas de notation. Mais pas de notation, pas de reconnaissance. » En attendant, nombre d'agences concèdent des pertes (voir illustration).

#### L'œuf et la poule

Chacune présente à ses prospects et clients une grille tarifaire. En toute discrétion, surtout, afin d'assurer le respect de la Muraille de Chine existant au sein des agences entre les services commercial et d'analyse et au sujet de laquelle Priscilia Bouton Peignoux souligne n'avoir « aucune inquiétude, cette crédibilité est tout simplement vitale pour les agences ». Le discret menu « ne prétend pas être exhaustif, (l'agence) se réserv(ant) le droit d'ajuster les frais de temps en temps », prévient un document. La grille ne présente en réalité bien souvent qu'un point de départ de négociations. « Nous entretenons un dialogue régulier avec les acteurs du marché et d'autres intervenants clés afin de nous assurer que les frais que nous facturons pour l'analyse des notations sont compétitifs et transparents », plaide Fitch. Le prix est convenu « dans tout marché privé classique à l'issue de discussions bilatérales entre le client et son fournisseur. Ici, pourtant, les négociations ne sont pas équilibrées, pointe Daniel Biarneix. Les marges opérationnelles voisines de 50 % des principales agences trahissent un souci sur la tarification. Il est crucial que le champ de la négociation soit totalement ouvert. Nous ne pouvons qu'inciter les membres de l'AFTE à négocier. » Sur les documents consultés par L'Agefi concernant les notations corporates des « Big 3 » en zone Europe/Moyen-Orient/Afrique, l'addition associe frais initiaux d'« embarquement », frais annuels de surveillance, et frais pour toute émission de dette. Ces derniers débutent à 6,5 points de base (pb) pour le premier milliard pour deux agences, soit un coût de 650.000 euros, avant de descendre à 5,5 pb, puis à 4,25 pb au-delà de 2 ou 2,5 milliards. Si « les petits émetteurs sont davantage soumis aux grilles tarifaires standards », estime Jean Fauquier, « en annonçant un programme d'émission obligatoire prévisible sur les exercices à venir, des émetteurs réguliers et importants comme nous peuvent obtenir un forfait de tarification. Nous payons ainsi sensiblement moins cher que les prix initialement annoncés. » Ce scénario était explicitement proposé par certains guides au début des années 2000, ce n'est plus le cas aujourd'hui. Pour quelques dizaines de milliers d'euros, les catalogues offrent désormais une notation « indicative » ponctuelle aux émetteurs hésitants à entrer dans la danse, ou des « frais d'exécution rapide » aux impatients de découvrir leur notation en moins de deux ou trois semaines. Sachant, comme le précise une agence, que les frais de voyages et autres menues dépenses de ses collaborateurs en mission ne sont pas inclus.

En tout cas, les prix grimpent sur la carte. Entre 2004 et 2018, sur l'une d'elles, les frais théoriques pour une émission de 3 milliards d'euros ont plus que doublé, à 1,6 million. Et le plafond de frais annuels de surveillance en 2004 est inférieur au plancher de 2018.

Si le coût d'une absence de notation, matérialisé par un surcoût du coupon obligataire, est aléatoire et d'autant plus élevé en relatif en période de taux anémiques, certains émetteurs se passent du tampon des agences. A l'image d'Air France-KLM, plaidant selon une porte-parole pour un choix « source d'économies de coûts et de moyens. Mais surtout, nous disposons déjà, sans être notés, des arguments pour nous assurer des sources de financement diversifiées, essentiellement en Europe et en Asie, sans solliciter par exemple le marché américain de la dette, pour lequel une notation serait sans doute requise ».

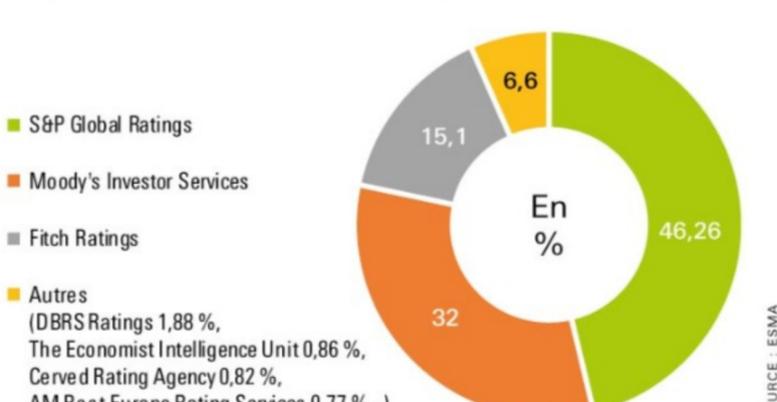
#### Coûts réels

Le régulateur affiche sa vigilance, avec l'exigence depuis 2013 du respect de deux principes : des tarifs liés aux coûts réels des agences et non au bénéfice attendu pour l'émetteur, et non-discriminatoires (à service égal, prix égal). « Les agences interprètent de façon surprenante l'interdiction réglementaire de pratiques discriminatoires en clamant qu'elles doivent dévier le moins possible de leurs grilles tarifaires standard pour ne pénaliser personne », glisse Daniel Biarneix. Quant au lien entre coût réel et tarif, Torsten Hinrichs, directeur général de Scope Ratings et responsable des opérations de Scope Group, estime que « le régulateur pourrait choisir d'interdire la tarification variable en fonction de la taille de l'émission, car le travail de l'agence ne diffère pas significativement pour une opération de 1 milliard ou de 20 milliards d'euros ». « L'intention politique d'affaiblir la situation d'oligopole et son impact sur les prix n'est malheureusement pas suivie d'actions concrètes », scande le dirigeant de Scope. L'obligation pour un émetteur de devoir seulement envisager être noté par une petite agence « ne peut en soi pas avoir d'effet. Si le politique veut vraiment davantage de concurrence, il peut par exemple inciter les émetteurs sous influence publique, comme les collectivités ou les groupes majoritairement détenus par l'Etat, à faire appel aux petites agences ». Selon Torsten Hinrichs, « ce souci d'interférence dans les pratiques tarifaires des agences deviendrait inutile, et le marché pourrait s'autoréguler de manière efficace si les autorités permettaient enfin à un véritable choix d'émerger en matière de services de notation ». Pour l'heure, pointe Jean Fauquier chez Sanofi, à l'occasion d'une émission obligatoire, « une agence de notation peut gagner autant qu'une banque. Parallèlement aux rares agences, il y a en effet des dizaines de banques susceptibles de répondre présent. Dans ce marché vraiment concurrentiel, les prix sont en baisse ».

Doutant de la stricte application des règles du jeu, l'Esma, l'Autorité européenne des marchés financiers, a publié début 2018 un rapport après un passage en revue du secteur. Document appelant particulièrement les agences à davantage de transparence, vis-à-vis d'elle comme des clients. L'autorité indique aujourd'hui que « certaines agences » ont engagé les mesures nécessaires, et songe à un nouvel état des lieux formel. Qui va lentement va sûrement ?

### CONCENTRÉ

#### Répartition 2017 du marché européen de la notation crédit



### DISPARATE

#### Marges opérationnelles 2016 des agences de notation crédit en Europe

