

Les agences de notation dans la tourmente

Boucs émissaires ou véritables responsables ?

Sarah Merouani, Risk & Outsourcing Solutions

Résumé

Dans le sillage de la chute des marchés financiers et l'effondrement de certaines valeurs boursières, les agences de notation sont pointées du doigt et accusées d'être partiellement responsables de la débâcle économique et financière que traverse le monde depuis le second semestre 2007. A la fois fournisseurs et utilisatrices d'informations, ces agences compilent les différentes données de l'économie réelle, des marchés et des entreprises endettées pour produire leurs ratings d'entreprises et de produits financiers, qui à leur tour influencent le marché et in fine l'économie réelle. Or, la légitimité et le bien-fondé de ces ratings sont aujourd'hui remis en cause : les investisseurs accusent les agences de notation de ne pas avoir donné suffisamment tôt les signaux d'alerte de l'effondrement des marchés et/ou de sur-évaluer certaines notations, leur faisant perdre ainsi beaucoup d'argent. Le système des agences de notation est-il alors appelé à disparaître ?

Les agences de notation dans la tourmente

Qu'est-ce que la notation financière ?

Rappels – La notation financière

Définition

La notation financière ou « rating » (dans le monde anglo-saxon) est l'appréciation, par une agence de notation financière, du risque de solvabilité financière d'une entreprise, d'une collectivité ou d'une opération (par exemple : emprunt, titrisation). Une note est ensuite attribuée, qui correspond aux perspectives de remboursement des engagements pris envers ses créanciers – notamment fournisseurs, banques, détenteurs d'obligation.

Les agences de notation

Le système de rating existe déjà depuis les années 20, trois acteurs dominant le marché mondial de la notation financière externe :

- **Standard & Poor's** (ci-après S&P), filiale du groupe Mc Graw & Hill depuis 1966, basée à New York. Cette agence est particulièrement connue sur le marché américain pour son indice boursier S&P 500
- **Moody's**, société indépendante depuis 2000, basée et cotée à New York
- **Fitch Ratings**, détenue à 60% par le groupe français Fimalac et à 40% par l'américain Hearst Communication

Ces trois agences représentent ce que l'on pourrait qualifier aujourd'hui les « Majors du rating », d'une part du fait de leur notoriété et d'autre part, parce qu'elles opèrent une notation globale, c'est-à-dire qu'elles considèrent tous les risques de solvabilité. A côté d'elles, fleurit un certain nombre d'agences locales ou qui se sont spécialisées dans certains marchés à l'instar de Canadian Bond Rating Service.

Les agences reçoivent mandat de la part d'entreprises ou de collectivités pour

procéder à une notation. Elles ont accès à l'ensemble des documents et des responsables de leurs clients, sous réserve naturellement de conserver confidentielles les informations recueillies et de s'assurer qu'elles ne donnent pas lieu à un délit d'initié. Au terme de plusieurs analyses, une note est attribuée au client. A partir de là, ce dernier se voit offrir deux possibilités :

- Soit il n'est pas satisfait de la note attribuée et peut donc refuser la publication de la note.
- Soit il accepte la note qui sera donc en principe rendue publique. Dans ce cas, l'agence peut revoir la notation à tout moment, que ce soit suite à la survenance d'un événement particulier (évolution économique, perte de clientèle soudaine, etc.) ou suite à une des visites régulières chez lui (au moins une visite par an). La révision peut aboutir à un changement dans la notation (baisse ou augmentation) ou à une mise sous surveillance, le temps de finaliser la position de l'agence. Cette dernière est totalement libre dans le processus de révision et son client n'a aucune possibilité de s'opposer à la publication de la note révisée.

Les agences de notation opèrent, contre rémunération, à la demande des entreprises et des collectivités publiques qui désirent être notées. Toutefois, ces agences s'engagent à mener leur mission en totale indépendance vis-à-vis de leurs commanditaires. D'ailleurs, il n'est pas rare de trouver dans la presse financière les échos de clients non satisfaits de leur note ou de l'évolution de celle-ci.

Les critères de notation

Les agences de notation émettent une opinion sur un risque, exprimée par une note selon une grille normalisée qui est propre à

chaque agence. La méthode de détermination de la note fait appel à de multiples critères d'appréciation également propres à chacune d'entre elles. Ces méthodes ne sont rendues publiques par les agences que dans leurs grandes lignes. Les critères sont principalement d'ordre financier parmi lesquels on peut retenir des critères comptables, de gestion, d'examen des risques ou de perspectives économiques.

Parallèlement à ces critères financiers, les agences s'attachent de plus en plus à prendre en compte des critères écologiques, sociaux ou moraux. En effet, dans un contexte où le respect de l'environnement et le principe de bonne gouvernance sont largement plébiscités, on peut voir émerger de plus en plus d'agences jugeant le niveau de responsabilité de l'entreprise en regard du développement durable. Certaines

agences se sont même spécialisées dans la notation d'entreprises par rapport à un critère spécifique, à l'instar de Vigeo pour la notation environnementale et Deminor Rating pour la notation en matière de *corporate governance*.

L'échelle des notations

Les agences distinguent deux types de note :

- La notation **traditionnelle** qui s'applique aux emprunts à court terme (moins d'un an) ou à long terme, émis sur le marché
- La notation **de référence** (en l'absence d'émission) à court terme et long terme qui mesure le risque de contre-partie que représente l'emprunteur pour un investisseur

Echelle de notation – Standard & Poors

Notes à long terme (au-delà de 1 an)

Catégorie Investissement		Catégorie spéculative	
AAA	L'aptitude à payer les intérêts et à rembourser le capital est extrêmement forte.	BB	Le paiement à l'échéance présente une incertitude du fait de la vulnérabilité de l'émetteur à des conditions défavorables sur les plans économique et financier.
AA	L'aptitude à faire face au paiement des intérêts et du capital reste très forte et ne diffère que dans une faible mesure de celle de la catégorie "AAA".	B	La vulnérabilité de l'emprunteur à des conditions défavorables sur les plans économique et financier est plus importante que pour la catégorie "BB" ; l'émetteur peut néanmoins toujours faire face à ses engagements.
A	Forte capacité au paiement des intérêts et du capital, mais une certaine sensibilité aux effets défavorables des changements de circonstances ou de conditions économiques.	CCC	Le paiement à l'échéance est douteux et dépend de conditions favorables sur les plans économique et financier.
BBB	Capacité encore suffisante au paiement des intérêts et du capital, mais des conditions économiques défavorables ou une modification des circonstances sont davantage susceptibles d'affecter l'aptitude au service normal de la dette.	CC	Le paiement à l'échéance est extrêmement douteux et très dépendant de conditions économiques et financières favorables.
		D/SD	Déjà en défaut de paiement des intérêts ou du principal, sauf si, un délai de grâce étant prévu, le règlement avant expiration de ce délai est probable.

Les notes de "AA" à "CCC" incluses peuvent être modifiées par l'adjonction de signe "+" ou "-" afin de préciser leur position relative dans l'échelle des notes.

Notes à court terme (1 an au plus)

Catégorie Investissement		Catégorie spéculative	
A-1+	Très forte aptitude au service normal de la dette.	B	Un certain caractère spéculatif quant au paiement de l'échéance.
A-1	Forte aptitude au service normal de la dette.	C	Le paiement à l'échéance est douteux.
A-2	Aptitude satisfaisante au service normal de la dette.	D	Défaut de paiement constaté.
A-3	La capacité de paiement à l'échéance reste acceptable. Il existe cependant une plus grande sensibilité à des changements défavorables de circonstances que pour les émetteurs ou créances bénéficiant d'une meilleure note.	(s)	La mise sous surveillance signale qu'un événement particulier peut entraîner une modification de la note.

Echelle de notation – Fitch Rating

Notes à long terme (au-delà de 1 an)

Catégorie Investissement		Catégorie spéculative	
AAA	Meilleure qualité.	BB	Fourchette haute – Éléments spéculatifs.
AA	Fourchette haute.	B	Notation spéculative moyenne – La situation financière peut varier.
A	Notation supérieure – La qualité du crédit peut toutefois être influencée par la situation économique.	CCC	Vulnérable, requiert des conditions économiques favorables pour respecter ses engagements.
BBB	Notation moyenne, satisfaisante.	CC	Obligation très spéculative et très risquée.
		C	Hautement vulnérable, en faillite ou en retard de paiements, mais continue les paiements sur les obligations.
		D	Défaut de paiement sur les obligations, Fitch estime que la plupart ou la totalité des obligations seront impayées.
		NR	Non noté ("not rated")

Notes à court terme (1 an au plus)

Catégorie Investissement		Catégorie spéculative	
F1+	Capacité exceptionnellement forte.	B	Spéculatif.
F1	Meilleure qualité.	C	Fort risque de défaut.
F2	Bonne qualité.	D	A fait défaut sur toutes ses obligations financières.
F3	Qualité acceptable.		

Echelle de notation – Moody's

Notes à long terme (au-delà de 1 an)

Catégorie Investissement		Catégorie spéculative	
Aaa	Valeurs de tout premier ordre ("gilt edged").	Ba1	
Aa1		Ba2	Éléments dits spéculatifs.
Aa2	Fourchette haute ("high-grade")	Ba3	
Aa3			B1
A1		B2	Absence de caractéristiques d'investissements souhaitables
A2	Notation intermédiaire ("upper-medium grade").	B3	
A3			Caa1
Baa1	Fourchette basse ("medium grade"). Peut comporter certaines caractéristiques spéculatives.	Caa2	Obligation de très mauvaise qualité
Baa2		Caa3	
Baa3		Ca	Éléments hautement spéculatifs
		C	Notation la plus basse. Perspectives extrêmement faibles d'atteindre un niveau propice à l'investissement.

Notes à court terme (1 an au plus)

Catégorie Investissement		Catégorie spéculative	
Prime 1	Fourchette haute.	Not prime	Peut être considéré comme appartenant à la catégorie spéculative.
Prime 2	Notation intermédiaire.		
Prime 3	Fourchette basse.		

Comparatif des échelles de notation

Moody's		Standard & Poors		Fitch Ratings		Commentaire
Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	"Prime". Sécurité maximale
Aa1		AA+		AA+		High Grade.
Aa2		AA		AA		Qualité haute ou bonne
Aa3		AA-	AA-			
A1		A+	A-1	A+		F1
A2	A	A-2	A	F2	Qualité moyenne	
A3	P-2	A-	A-2	A-	F3	Lower Medium Grade.
Baa1		BBB+		BBB+		
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3	
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1		BB+		BB+		
Ba2	Not Prime	BB	B	BB	B	Non Investment Grade.
Ba3		BB-		BB-		Spéculatif
B1		B+		B+		
B2		B		B		Hautement speculative
B3		B-		B-		
Caa	C	CCC+	C	CCC	C	Risque substantiel.
Ca		CCC				Extrêmement speculative
C		CCC-				Peut être en défaut
/		D	/	DDD	/	En défaut
/		/		DD		

Les échelles de notations de S&P et Fitch sont relativement similaires. Dans les trois agences, les notes sont classées en catégories d'investissement ou, pour les émissions les plus risquées, en catégories dites spéculative ou *junk bonds*. De plus, dans le cadre des notes à long terme, est appliqué le terme de perspective « stable », « positive » ou « négative ». Il s'agit de l'appréciation de l'agence sur l'évolution probable à moyen terme du risque de crédit de l'entreprise.

La notation à long terme est plus détaillée que la notation à court terme. Ceci s'explique par le fait que même si deux entreprises ont un risque de défaut à long terme légèrement différent, on peut considérer intuitivement qu'à court terme, elles auront un risque quasiment identique.

Utilisation des notations

Le « rating » existe d'abord et avant tout pour fournir aux investisseurs une vision claire du risque qu'un investissement comporte, particulièrement dans le cadre de marchés financiers de plus en plus complexes. Ainsi, plus la note d'une entreprise est élevée, plus elle va déterminer sa capacité à réaliser des bénéfices futurs et constituer le principal critère de sélection pour les investisseurs privés et institutionnels.

Le fait que nombre d'investisseurs se reposent sur l'expertise de ces agences, réputées être des spécialistes de la dette, plutôt que de mener leurs propres examens, est un phénomène reconnu. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) qualifie même ce phénomène « d'effet de relaxation ».

Critiques au système de notation

Si elles doivent servir en premier lieu à guider les investisseurs dans leur choix d'investissement, les notations émises par les agences trouvent dans une certaine mesure un impact négatif sur l'économie mondiale. En effet, les notations financières sont devenues un élément tellement essentiel des marchés financiers que l'annonce par une agence de la baisse d'une notation a un impact immédiat sur le coût de financement de l'entreprise ou de la collectivité.

Ainsi depuis deux ans et le début de la crise des « subprime », les agences de notation financière sont plus que jamais sur la sellette. Il leur est principalement reprochées de ne pas avoir donné suffisamment tôt les signaux d'alerte. En effet, jusqu'encore quelques semaines avant le début de la crise, les crédits structurés bénéficiaient de notations très favorables. Ce scénario s'est réitéré l'année dernière lors de la faillite de « géants » américains. A la veille de leurs effondrements, les banques Bear Sterns et Lehman Brothers ainsi que l'assureur AIG jouissaient de notes élevées, les qualifiant ainsi de « débiteurs à faible risque ».

Dès lors, une véritable « chasse aux sorcières » est lancée contre les S&P, Moody's et Fitch et nombre d'investisseurs cherchent à faire partager avec ces agences la responsabilité des pertes qu'ils ont subies. Se multiplient donc les procédures judiciaires à leur encontre à l'instar de la caisse de retraite des fonctionnaires californiens, Calpers, qui accuse les trois grandes agences de notation de lui avoir fait perdre un milliard de dollars dans des placements malheureux.

Pour éviter qu'à l'avenir un tel scénario ne se reproduise, une régulation est envisagée. Jusque là, la *Securities and Exchange Commission*¹ (SEC) semblait être opposée à des mesures de contrôle sur les agences.

¹ Organisme fédéral américain de réglementation et de contrôle des marchés financiers.

Mais la crise des « subprime » a changé la donne et risque de remettre en cause plus fondamentalement leur rôle et leur indépendance. Ainsi, le 23 avril dernier, le Parlement européen et tout récemment le Congrès américain ont défini de nouveaux cadres normatifs qui vont s'ajouter à la surveillance déjà exercée par les autorités de régulation financière nationales. L'objectif de cette nouvelle réglementation est de contraindre les agences de notation à rendre davantage de comptes sur la qualité de leur travail et leurs manières de gérer les conflits d'intérêts. Dès lors, S&P, Moody's et Fitch, pour ne citer que les trois plus grandes d'entre elles, devront s'efforcer à améliorer la transparence de leurs activités.

Parce que, comme le souligne Carole Sirou, directrice générale de S&P en France et Suisse Romande, il va falloir « répondre à des besoins de transparence plus importants de la part des investisseurs et des régulateurs, »² les agences de notation vont donc, contraintes et forcées, devoir revoir l'ensemble de leurs procédures de travail et leurs systèmes de notation.

Toutefois, elles minimisent leur responsabilité dans cet affaïssissement sans précédents des marchés et rappellent que leurs notations ne sont que l'expression d'une opinion et non des conseils en investissement. Carole Sirou juge rétrospectivement que « de nombreux acteurs de marché n'utilisaient pas les notes pour ce qu'elles sont. »³ A cela, Fitch rappelle que le rating n'est qu' « un des nombreux paramètres à prendre en compte dans un processus d'investissement. »⁴

² Cité in *Le Temps*, « L'Etat se resserre autour des agences de notation », 27 juillet 2009.

³ Cité in *A la Une*, « Standard & Poor's répond aux critiques », 04 août 2009.

⁴ Cité in *Le Temps*, « L'Etat se resserre autour des agences de notation », 27 juillet 2009.

Les assureurs dans le système de notation

Critères de notation

De façon générale, les notations financières des compagnies d'assurance constituent un indicateur de leur qualité de crédit et non un indicateur de la volatilité de la valeur des obligations qu'elles émettent. Une fois de plus, elles ne constituent qu'une opinion émise par l'agence de notation et en aucun cas des recommandations de souscription ou de résiliation de police ou de contrat quelconque proposé par une compagnie d'assurance, ni des incitations à acheter, conserver ou vendre de quelconques titres émis.

Chez S&P, une notation financière de société d'assurance consiste plus précisément en l'appréciation de sa solvabilité financière et de sa capacité à financer les sinistres de ses clients conformément aux conditions d'engagement. Cette appréciation n'est spécifique à aucune police ni contrat particulier. Par ailleurs, ne sont pas pris en considération par S&P les franchises, les frais de rachat ou de résiliation, le respect des délais de paiement ou le recours vraisemblable à une technique de défense invoquant la fraude pour rejeter les demandes.

La méthodologie de notation d'une compagnie d'assurance fait appel à différents facteurs tels que son niveau de solvabilité, sa position concurrentielle, sa compétence en gestion des risques d'entreprise (*Enterprise Risk Management* ou ERM)⁵. Cette liste de critères n'est évidemment pas exhaustive.

S&P fait appel, pour déterminer la notation d'une compagnie d'assurance, à une grande quantité d'informations, tant qualitatives que quantitatives. De plus, l'analyse et

l'appréciation subjective de certains critères sont essentielles pour S&P dans la détermination de sa notation finale. Ainsi, la méthodologie de notation de S&P exige une analyse détaillée des domaines spécifiques suivants :

- **Le risque pays et secteur**, dont notamment les points suivants :
 - Menace potentielle de nouveaux arrivants sur le marché ;
 - Compétitivité/volatilité du secteur ;
 - Exposition au risque de crédit, de politique monétaire et gouvernementale ;
- **La position concurrentielle**, dont notamment les points suivants :
 - Atouts et faiblesses concurrentiels de la société ;
 - Activités associées non liées à l'assurance ;
- **La stratégie de gestion et d'entreprise**. Ce critère constitue l'un des domaines les plus subjectifs de la méthode de notation, mais c'est également l'un des plus cruciaux. La qualité et la crédibilité de l'équipe de direction d'une compagnie d'assurance sont des facteurs déterminants pour sa réussite future.
- **La gestion du risque d'entreprise**. S&P évalue ce critère dans cinq domaines, à savoir :
 - Culture de la gestion du risque ;
 - Contrôles du risque ;
 - Gestion du risque extrême ;
 - Modèles de capital économique et de capital-risque ;
 - Gestion stratégique du risque.
- **Les performances de fonctionnement**. S&P cherche ici à déterminer dans quelle mesure la capacité d'une société à mettre en œuvre ses stratégies, tirer profit de ses atouts et gérer ses faiblesses se traduit dans ses performances de fonctionnement.

⁵ James LAM in *Enterprise Risk Management*, New Jersey : John Wiley & Sons, p. 45, définit l'ERM comme « un cadre complet et détaillé permettant la gestion du risque de crédit, du risque de marché, du risque opérationnel, du capital économique et du transfert des risques afin de maximiser la valeur de l'entreprise. »

- **Les investissements**, dont les points clés à prendre en considération sont les suivants :
 - Qualité du crédit des actifs ;
 - Liquidités dans le portefeuille ;
 - Retours sur investissement ;
 - Gestion des actifs/passifs.

- **Les liquidités**. Ce critère combine l'analyse quantitative et qualitative. S&P se concentre sur les principales sources de liquidités de la société d'assurance, à savoir :
 - Flux de trésorerie ;
 - Liquidités dans le portefeuille ;
 - Facilités de crédit.

- **L'adéquation du capital**. L'analyse de celle-ci se fait d'une part au niveau du capital nécessaire pour les compagnies d'assurance pour répondre aux besoins de leurs activités à un niveau de notation donné, et d'autre part au niveau de la qualité et de la structure du capital.

- **La flexibilité financière**. S&P évalue ici les besoins potentiels de la compagnie d'assurance en termes de capital supplémentaire ou de liquidités et les compare aux sources correspondantes éventuellement disponibles.

Pour plus de détails sur la méthodologie de notation des compagnies d'assurance chez S&P,

http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/AGAIFS_French_14.9.07.pdf

Les assureurs face à la crise

Le secteur de l'assurance irrigue l'ensemble des activités économiques et concerne la quasi-totalité des personnes physiques et morales. De ce fait, en raison de sa spécificité de gestionnaire du risque et de la rigueur des contrôles réglementaires opérés, l'assurance est par nature un secteur relativement stable et souffre relativement peu des tensions qui peuvent secouer le marché.

A priori, la gravité de la crise que traverse le monde depuis 2007 a donc eu peu d'effets sur les assureurs et ceux qui ont été les plus touchés sont ceux qui ont fait autre chose qu'uniquement de l'assurance. Selon Jean-Paul Rignault, Directeur Général de AXA Corporate Solution, la crise actuelle n'a pas d'impact pour le moment sur les capacités des assureurs. Mais ce dernier reconnaît que certains risques étaient plus difficiles à placer en cette période de crise.⁶ Cette exemption temporaire pourrait s'expliquer par le fait que dans l'immédiat ce sont les assurés et non les assureurs qui vont souffrir de la crise. Les assurés pourraient en effet avoir la mauvaise surprise de voir leurs primes augmenter et se voir également refuser « l'assurabilité » de certains de leurs risques jugés trop dangereux. Les primes versées par les assurés ne pourront pas augmenter *ad vitam aeternam*. En ce sens, Jean-Paul Rignault pense que les assureurs ressentiront réellement le contrecoup de la crise à partir de 2010, alors même qu'il est possible que le reste de l'économie commence à redémarrer.

Le cas AIG

Si de façon globale, les assureurs résistent dans un premier temps plutôt bien, la crise des « subprime » a néanmoins fait une victime de taille en l'Américain AIG. L'ancien numéro un mondial de l'assurance a dû être sauvé en septembre 2008 par les pouvoirs publics, alors qu'il était menacé de faillite en raison de l'augmentation des défauts de produits financiers complexes qu'il avait assuré. Même si les dirigeants d'AIG continuent de clamer de la bonne santé des activités traditionnelles de l'entreprise, celle-ci ne doit actuellement sa survie qu'à la croissance des primes encaissées par le groupe et aux apports de fonds massifs consentis par l'Etat américain (plus de USD 150 milliards).

Abondant dans le sens d'une faiblesse des activités traditionnelles d'AIG, Moody's a

⁶ Cité in [RiskAssur-hebdo](#), n°130 du 5 juin 2009, p. 10.

abaissé fin juillet 2009 les notes principales de la filiale d'assurance générale American General Finance Corp, de Baa2 à Baa3, s'inquiétant « du profil de financement » de cette entité. L'agence de notation a même souligné « qu'en l'absence du soutien d'AIG, AGFC serait relégué dans la catégorie des

investissements spéculatifs. » Mais cet abaissement de notation d'une filiale d'un géant comme AIG a-t-il vraiment un sens in fine ? En effet, il est clair que les agences de notation, considérant la myriade de sociétés composant AIG, n'ont jamais eu les moyens de toutes les auditer.

Conclusion

Même si S&P envisage des perspectives négatives pour la plupart des compagnies d'assurance américaines en raison de la récession, du resserrement du crédit et de la

pression concurrentielle, les notations restent relativement bonnes dans l'ensemble et ce peu importe la nationalité de la compagnie.

Exemple

AGENCES DE NOTATION

COMPAGNIES D'ASSURANCE	AM BEST	FITCH RATINGS	MOODY'S	STANDARD & POOR'S
AIG	BBB (15.09.08)	A (17.09.08)	A3 (03.10.08)	A+ (15.09.08)
Zurich Insurance Co.	A (11.12.07)	A+ (03.09.08)	A1 (28.12.05)	AA- (19.06.07)
AXA Corporate Solutions	NR (11.02.08)	AAA (23.01.08)		AA (11.06.07)

De façon générale, l'assurance est le secteur qui parvient le mieux pour l'instant à tirer son épingle du jeu dans cette débâcle économique et financière et continue à bénéficier de relativement bonnes notations. Cependant, comme le souligne Jean-Paul Rignault, très souvent, qu'une société soit notée ou non, il n'y a pas de signes avant coureur indiquant sa possible défaillance.⁷ Enfin, Anthony Fienberg, Directeur Général de Nassau Assurances, constate amèrement que les agences de notation fondent leurs analyses en ne s'intéressant qu'au passé et non au futur. Par ailleurs, il insiste sur le fait que leur approche de la gestion des risques est souvent insuffisante et obsolète.⁸

⁷ Cité in *RiskAssur-hebdo*, n°130 du 5 juin 2009, p. 10.

⁸ Cité in *RiskAssur-hebdo*, n°130 du 5 juin 2009, p. 10.

Pour plus d'informations, veuillez contacter :

Sarah Merouani (Auteur)
Risk & Outsourcing Solutions
Project Manager Junior
smerouani@unirisc.ch

Christophe Barman
Membre de la Direction
Risk & Outsourcing Solutions
cbarman@unirisc.ch

UNIRISC Group
Rte de Florissant 81
Case postale 145
1211 Genève 17
Tél. : +41 22 839 85 85
Fax : +41 22 839 85 86
www.unirisc.ch