

Université Abdelmalek Essaâdi

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion
National School of Management

Tél: 039-31-34-87/88/89, Fax: 039-31-34-93

Adresse: B.P1255 Tanger - Maroc

FINANCE INTERNATIONALE

La notation financière

Encadré par :

M. ALAMI
Enseignant chercheur à
l'ENCG-Tanger

Réalisé par :

ABHIR Zineb, n° 956
EL MOUBDI Mouna, n°
843



- Année Universitaire : 2005 – 2006-

Sommaire

INTRODUCTION

I- HISTORIQUE.....

A- La naissance de la notation financière.....

1- La crise financière américaine de 1837.....

2- Développement de l'appel public à l'épargne

3- La crise de 1929.....

4- La crise de 1970.....

B- L'internationalisation de la notation

1- Expansion des deux agences américaines

2- Emergence d'agences nationales

C- Apparition de la notation en France.....

1- la modernisation de la Place de Paris.....

2- La désintermédiation bancaire ou le rôle croissant des marchés de capitaux

3- Déréglementation et internationalisation du système financier.....

4- Accroissement des risques.....

II- DEFINITIONS ET TYPOLOGIE.....

A- Définitions.....

1- Rating

2- Notation financière.....

3- Crédit-scoring

B- Typologie.....

1- Notation traditionnelle et de référence

2- Notation sauvage.....

3- Notation interne et externe

4- Notation d'opération

5- Notation en devises étrangères

6- Notation souveraine

III- LE PROCESSUS DE NOTATION FINANCIERE.....

A- Demande de notation

B- Etude.....

C- Notation

D- Modification de la note.....

E- Mise à disposition d'information.....

IV- LES ORGANISMES NOTES

A- Analyse d'une entreprise	
1- Environnement macro-économique	
2- Risque commercial.....	
B- Analyse d'un établissement de crédit	
1- Environnement économique et réglementaire	
2- Rôle de l'établissement de crédit au sein du système financier et bancaire national	
3- Analyse fondamentale de l'émetteur	
V- LES AGENCES DE NOTATION FINANCIERE	
A- Définition.....	
B- Objectif	
C- Acteurs.....	
D- Système de notation	
E- Le rôle des agences de notation sur les marchés financiers.....	
F- Indépendance des agences de notation financière	
VI- IMPACT DES NOTATIONS FINANCIERES	
A- Impact sur le risque crédit (spread de crédit).....	
B- Impact sur la mondialisation	
C- Notation financière et gestion des risques	
D- Critiques.....	
CONCLUSION	
BIBLIOGRAPHIE	

INTRODUCTION

Grâce à la modernisation de la place financière, l'instauration de nouveaux instruments financiers, l'ouverture plus grande des marchés financiers domestiques aux investisseurs étrangers, la notation financière ou rating a connu un développement considérable au cours de ces dernières années et est désormais un acteur à part entière des marchés financiers.

Pour de nombreux professionnels, le rating est d'ailleurs le signe d'une plus grande maturité des marchés. Le rating consiste dans l'évaluation, par une entité indépendante bénéficiant d'une crédibilité suffisante de la part des investisseurs et des acteurs du marché, du risque de non remboursement à bonne date des titres de créance.

A fin de s'approcher plus de cette notion, il sera question dans le présent rapport de retracer l'évolution historique de cette profession avant de la définir. Et traiter dans un autre point la méthodologie et le processus d'analyse utilisé par les agences de notation généralement, et plus particulièrement dans le cas d'une entreprise, et d'un établissement de crédit. Il sera également question de définir les agences de notation ainsi que les systèmes de notation utilisés par ces derniers, pour finir avec une analyse des impacts positifs et négatifs de la notation financière.

I- Historique

Avant d'entamer les définitions de la notation financière, il convient d'abord de retracer le parcours historique de cette profession, en commençant par ses origines Anglo-saxonnes, pour traiter ensuite son internationalisation.

Il sera également question à ce niveau de citer l'exemple français, concernant le phénomène d'internationalisation de la notation.

A. La naissance de la notation financière :

La naissance de la notation financière a été quasiment concomitante avec le développement du marché financier américain et cette activité s'est étendue au rythme de l'expansion de la place financière.

1. La crise financière américaine de 1837

Cette crise a été à l'origine de la création en 1841 de la première entreprise de vente d'informations financières : "The Mercantile Agency" à New York. Elle a répondu à un besoin accru d'informations des investisseurs en les renseignant sur la solvabilité d'entreprises. Un nouveau métier apparaissait ainsi nécessaire, celui de mieux informer les investisseurs afin de les protéger. Le succès de cette première tentative de vente d'informations financière fut tel qu'il suscita de nombreuses vocations. L'histoire des agences de notation se confond donc, à ses débuts, avec celle des sociétés d'analyse financière de crédit.

Le développement du marché financier américain et notamment du marché obligataire va permettre à cette activité d'acquérir une autre envergure.

2. Développement de l'appel public à l'épargne

Le développement des chemins de fer aux Etats-Unis fut le véritable moteur derrière la création des premières agences de notation. En effet, les besoins de financement colossaux ont engendré d'importantes opérations financières, comme des appels publics à l'épargne sous forme d'obligations. Pour répondre au besoin croissant d'informations du grand public et des investisseurs institutionnels, John Moody commercialisa des études financières classiques d'obligation de compagnies de chemin de fer, mais sans véritable notation. Plus tard, en 1909, il donna naissance à la toute première agence de notation, Moody's Investors Services Incorporation, qui proposait une compilation d'informations statistiques décrivant l'activité de la compagnie concernée. Elle introduisit ensuite les symboles de son échelle de notation les "triple A to C" qui devinrent célèbres.

D'autres agences de notation furent ensuite créées :

- 1916 : The Poor 's Publishing Company
- 1922 : The Standard Statistic Company.
- 1924 : The Fitch Publishing Company (spécialisée dans la notation du secteur bancaire et des autorités communales)
- 1932 : The Duff and Phelps (elle couvre surtout les compagnies d'électricité et l'Amérique latine).

Cette nouvelle activité a été, pour l'essentiel, bien accueillie. Ce développement sur le continent nord américain peut s'expliquer par deux raisons principales :

- d'une part, la collecte d'informations était difficile à cause de l'absence de moyens de communication efficaces et de la grande étendue du territoire.
- d'autre part, la réglementation américaine permettant aux entreprises de ne pas provisionner une partie du remboursement de leurs créances, pour toute obligation ayant une note au moins égale ou supérieure à Baa délivrée par l'agence de notation Moody's et BBB pour les autres agences. En somme, cette réglementation a institutionnalisé le rôle des agences de notation et les banques devenaient alors un marché captif.

3. La crise de 1929

La crise de 1929 dévoilera les limites de la notation et ce lorsque de nombreux émetteurs bien notés firent faillite. Une révision de cette activité a été alors effectuée. L'attribution des notes fut plus sévère et une meilleure définition de critères a été entreprise. Ainsi, la note triple A ne doit être attribuée qu'à une société dont la solidité financière est suffisante pour surmonter une crise d'une telle ampleur.

4. La crise de 1970

Le développement de la notation a été très long aux Etats-Unis et en fait, seul un événement important imposa définitivement le rating : la faillite en Juin 1970 de la première entreprise de transport américaine, la Penn Central Transportation Company. Jusqu'au début des années 70, la notation s'est principalement attachée aux dettes à

long terme, les obligations. Mais pendant cette décennie, elle s'est développée en s'étendant davantage aux titres à court terme, les programmes de "commercial paper" (c'est-à-dire l'équivalent américain des billets de trésorerie). Cette faillite démontra la nécessité d'une meilleure information sur le marché des créances à court terme. En effet, elle fit faillite après avoir émis 80 millions de dollars de "commercial paper" et obtenu le meilleur rating. Pourtant, cette affaire, au lieu de remettre en cause la notation, a renforcé au contraire sa légitimité. En effet, cet incident d'un intervenant de tout premier rang par sa taille et sa réputation a contribué à accroître les exigences des investisseurs quant à la notation. Tant les procédures que les dispositions des contraintes de tutelle relatives à la notation et à l'information des marchés ont été renforcées. Par exemple, en 1977, l'autorité de tutelle américaine, Securities and Exchange Commission (S.E.C.) a adopté la "Uniform Net Capital Rule" portant sur les fonds propres des Brokers dealers et incitant à la double notation. Enfin, la réelle prise de conscience des investisseurs de l'existence d'un risque à court terme a permis que le choix des investisseurs ne se fasse plus dorénavant sur la seule base de la notoriété et de la taille des émetteurs.

Par cette rétrospective, on perçoit que l'activité de notation a évolué au gré des crises financières qui lui ont permis de se renforcer et de devenir ainsi plus efficace avec le temps. L'utilisation de la notation est devenue progressivement une tradition et une institution sur le territoire américain. Le marché américain est dominé encore aujourd'hui par les deux agences américaines. Même si six agences de notation y cohabitent, il s'agit, malgré tout, d'un marché de nature duopolistique, leur domination étant particulièrement forte. Leur crédibilité acquise avec le temps est considérable et constitue un avantage concurrentiel décisif par rapport aux autres agences. Le statut de N.R.S.R.O. (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) délivré par la SEC est depuis obligatoire pour exercer cette activité. Au début des années 80, sous l'influence de la très forte croissance du marché financier, corrélativement le rating s'est fortement développé puisque le nombre d'émetteurs notés augmentait en moyenne de 10% chaque année. Les investisseurs privilégiant les meilleures notes ont formalisé définitivement l'obligation de fait de la notation. Ainsi, aux Etats-Unis, l'omnipotence de la notation n'a plus de limites, le salaire de certains dirigeants est même proportionnel à la notation décernée à leur entreprise.

Mais il est, dès à présent, intéressant de noter que sur le marché américain, le développement de la notation semble autant dû à l'implication des autorités de tutelle qu'à la demande des investisseurs, pourtant de plus en plus exigeants. Ce phénomène semble s'être reproduit et se reproduire encore sur les autres places financières.

B. L'internationalisation de la notation

Progressivement, la pratique de la notation s'est répandue à travers le monde. Nous pouvons distinguer deux grandes tendances au sein de ce phénomène d'internationalisation de cette pratique. D'une part, S&P et Moody's se sont implantées sur les principaux marchés étrangers et d'autre part, des agences nationales ont été créées.

1. Expansion des deux agences américaines

Standard and Poor's et Moody's se sont affirmées non seulement sur le marché domestique mais aussi, dès les années 70 sur le marché international. Les deux agences, en s'établissant dans différentes places boursières telles que Londres, Tokyo, Sydney et Paris, ont acquis l'avantage de mieux connaître les sociétés étrangères qui émettent sur le marché américain (leurs obligations sont surnommées les "Yankee Bonds") et les spécificités nationales des marchés financiers de ces pays. Ainsi, cela leur permettait d'obtenir des études plus approfondies et d'améliorer la fiabilité de leur évaluation.

Une autre motivation a été de s'installer dans les pays où la déréglementation s'opérait et où les investisseurs pouvaient potentiellement avoir besoin de leurs services. Sous couvert de cette nécessité, il s'agissait de s'accaparer les marchés les plus prometteurs. On assista à une concurrence des deux agences qui consistait à anticiper les nouvelles déréglementations dans le monde entier. Profitant de plusieurs décennies d'antériorité et de la quasi-exclusivité du marché japonais, les deux agences de notation ont acquis une place dominante sur le marché mondial de la notation.

2. Emergence d'agences nationales

La situation duopolistique de ce marché n'a pourtant pas empêché au cours des années 70 et surtout 80, l'émergence de nombreuses agences locales qui semblent avoir répondu à des besoins sans doute insatisfaits par Moody's et S&P. Ainsi, des créations d'agences nationales ont eu lieu dans les années 70, au Canada, au Japon, au Royaume Uni et dans les années 80 en Australie, en Suède et la France. Ce mouvement a également touché les Nouveaux Pays Industrialisés comme la Corée du sud, la Chine et l'Inde. Il existe enfin des agences locales en Amérique du sud, en Afrique du sud, au Pakistan, etc... Le plus souvent, on n'a créé qu'une seule agence locale estimant cela suffisant pour la taille du marché domestique. Ainsi, en 1995, on recensait une soixantaine d'agences de notation dans le monde.

Par ailleurs, on peut remarquer qu'en Europe continentale, ce fut en France que la première agence a vu le jour : ADEF (1986) bientôt suivie par d'autres au Portugal, en Espagne. Plus récemment, en mars 1996, la première agence de notation italienne, Italtating s'est créée malgré l'immobilisme du marché financier. D'une manière générale, ces agences ont pour l'essentiel travaillé à l'échelon national et ne sont pas parvenues (ou ne l'ont pas cherché) à une reconnaissance internationale, à l'exception de IBCA qui en s'implantant sur la place parisienne a été agréée par le ministère français.

Mais comme l'a écrit F. Daulon, " l'évolution des dernières années montre que d'américaine à l'origine, la notation fait de plus en plus d'adeptes à travers le monde. Mais plus que le nombre de nouvelles sociétés compétentes en la matière, c'est peut être la généralisation du recours systématique à la notation qui est à remarquer sur l'ensemble des places financières du monde..." La France n'a pas été à l'écart de ce mouvement et a vu apparaître cette nouvelle activité d'information financière.

C. Apparition de la notation en France

A l'instar de beaucoup d'autres pays, la notation est apparue en France, peu après la modernisation de sa place financière. La notation semble être ainsi un élément indissociable du mouvement de transformation des systèmes financiers. Ce lien s'explique par les effets qu'a engendré la modernisation de la place de Paris. Mais l'introduction de cette nouvelle activité a été également largement favorisée par la bienveillance des autorités de tutelle. C'est certainement la conjonction de ces deux facteurs qui peut expliquer que le marché français de la notation est le deuxième par

son importance en Europe, juste derrière le marché anglais, plus ancien.

1. la modernisation de la Place de Paris

Dans les années 70, l'économie française était ce qu'on appelle une économie d'endettement : les intermédiaires financiers étaient puissants, le marché des capitaux faible. En effet, les entreprises disposaient alors de deux principales sources de financement externes : le crédit fournisseurs pour ce qui est du court terme et l'endettement bancaire pour ce qui est du long terme. Le marché obligataire ne jouait qu'un rôle secondaire. Les taux étaient administrés, comme celui du marché monétaire, simple reflet de l'orientation de la politique économique des pouvoirs publics. Le système monétaire et financier français s'éloignait ainsi d'un système de marché.

Une évolution s'est amorcée dans le début des années 80 pour véritablement apparaître avec les réformes de 1985-86 qui ont eu comme objet de tenter de donner un essor nouveau au marché financier. Les marchés de capitaux ont occupé alors une place importante pour le financement des entreprises. L'économie française s'est transformée en se rapprochant du modèle d'économie de marché. Au sein de cet environnement en pleine mutation, la notation s'est révélée comme une pratique indissociable de cette transformation, caractérisée par les trois phénomènes suivants.

2. La désintermédiation bancaire ou le rôle croissant des marchés de capitaux

Auparavant, le risque de crédit était naturellement pris en charge par les banques et les autres institutions financières. Mais en 1985, les autorités ont procédé à l'ouverture du marché monétaire en créant la gamme des Titres de Créance Négociables (T.C.N.). Depuis, ce marché est donc en principe ouvert à tous les agents économiques (entreprise, établissement de crédit, l'Etat et les particuliers, ces derniers n'étant que prêteurs sur le marché par l'intermédiaire des OPCVM). Cette désintermédiation bancaire, effectuée dans un souci d'amélioration du système de financement, a permis effectivement aux entreprises de lever des capitaux à court terme par l'appel public à l'épargne grâce aux billets de trésorerie. Elles ont été attirées par la possibilité d'émission au continu (dite "émission au robinet") du marché des TCN. De plus, en 1988, le montant nominal minimal des TCN en diminuant de 5 à 1 million de francs a été rendu, de cette manière, plus accessible aux entreprises de taille moyenne. L'encours des émissions de ce marché a connu une croissance rapide pour représenter 1.085 millions de francs en décembre 1990. Il a continué de progresser rapidement, jusqu'en mars 1994, où il a atteint plus de 1.600 millions. Depuis, le niveau de l'encours a quelque peu diminué, représentant moins de 1.400 millions début 1996.

Par ailleurs, le marché obligataire qui constitue le compartiment dominant du marché financier, s'est aussi particulièrement développé durant les années 80. Il a fait preuve d'un grand dynamisme et représente aujourd'hui le troisième marché mondial après les marchés américain et japonais. Le montant des émissions obligataires annuelles est passé ainsi entre 1980 et 1993 de 111 à 537 milliards de francs. Comme le marché des TCN, la croissance de l'encours du marché obligataire s'est ralentie en 1994 et 1995, années durant lesquelles le montant des émissions s'est élevé respectivement à 403 et 371 milliards de francs. Son développement s'est également manifesté par deux autres tendances. D'une part, les produits obligataires se sont multipliés et sont devenus de plus en plus sophistiqués. Au départ, seules les obligations à taux fixe existaient mais autour de cette forme traditionnelle d'obligation

se sont greffées de multiples variantes. Sont apparues tour à tour les obligations à taux variable, les obligations convertibles en actions (O.C.A.), les obligations à bons de souscription d'action (O.B.S.A.), les obligations à bons de souscription d'obligation (O.B.S.O.), les obligations à coupon unique, les obligations à coupon zéro, les titres subordonnés et bien de nombreuses autres variantes. Et d'autre part, la libéralisation des conditions d'accès au marché obligataire a permis le développement d'émissions de faible montant et la venue d'autres types d'émetteurs. Ainsi, l'Etat, les entreprises publiques et les collectivités locales sont devenus des émetteurs au même titre que les sociétés, les banques et autres établissements financiers. Certaines émissions sont dorénavant lancées par des entreprises de taille moyenne, parfois peu connues et ayant une politique d'information limitée. Toutefois, il faut remarquer que la part de l'Etat et des entreprises publiques est restée prédominante durant les années 80 (aux alentours de 40%) et même a augmenté ces dernières années (jusqu'à 70% en 1995).

La transformation du marché financier a ainsi accru le nombre d'intervenants avec la venue de nouveaux émetteurs et investisseurs. Cela a bouleversé le fonctionnement de la place de Paris qui pouvait se comparer auparavant à un petit club très fermé au sein duquel chaque participant se connaissait parfaitement. L'évaluation du risque de contrepartie était fondée principalement sur le nom de l'émetteur et le montant émis. La sophistication croissante des produits et la diversité qualitative des émissions ont rendu l'appréciation des investisseurs nettement plus difficile. Ces derniers ont eu alors besoin d'un instrument d'information fiable et simple à utiliser comme le rating. En effet, les nouveaux investisseurs comme les services de trésorerie des entreprises ne possédaient ni les instruments d'analyse et de procédure adaptés et ni l'expérience nécessaire pour évaluer le risque de contrepartie. Même les banques et les anciens Etablissements Non Bancaires Admis au Marché Monétaire (E.N.B.A.M.M.) se sont vite trouvés confrontés à l'insuffisance de leur structure d'évaluation, inadaptée pour un grand nombre d'émetteurs. Ces informations ne pouvaient être fournies par les banques qui subissaient des contraintes commerciales et ne pouvaient donc provenir que d'agences spécialisées.

La modernisation du système financier s'est également manifestée par une diminution du cadre réglementaire

3. Déréglementation et internationalisation du système financier

La déréglementation et l'internationalisation sont deux phénomènes liés puisque le premier a permis et favorisé le second. En effet, la déréglementation s'est concrétisée, en partie, par l'abandon général des systèmes de contrôle de change en France. Elle a été suivie par un mouvement d'innovation et de mutation technologique. Véritable révolution mentale et technique, la déréglementation a conduit à une internationalisation croissante dont le stade final est une supposée globalisation de la finance à l'échelle de la planète. Bien qu'on puisse s'interroger sur la réalité de l'ampleur de ce phénomène de globalisation, il est indéniable qu'elle a favorisé une extension des possibilités de choix d'investissement au-delà des frontières. La globalisation ou du moins l'internationalisation de la finance a rendu nécessaire le concours des agences de notation afin d'évaluer le risque de crédit sur des titres émis par des sociétés étrangères dont on ne connaît soit même que peu de choses. Les spécificités d'un marché national sont difficilement percevables pour un

investisseur étranger et en tout cas, pas dans le temps imparti pour des placements. A l'inverse, il est devenu également nécessaire (voire indispensable en ce qui concerne le marché américain) pour une entreprise émettrice sur un marché étranger d'être notée par une agence reconnue internationalement pour se faire connaître. Ainsi, cela fait vingt ans que les grands émetteurs français se font noter pour pouvoir lever des capitaux sur le marché américain.

Enfin, ce mouvement de libéralisation a eu comme corollaire un accroissement des risques financiers, notamment des risques de contrepartie donnant, de ce fait, tout son sens à la notation.

4. Accroissement des risques

Un accroissement des risques financiers a été effectivement constaté. Les risques de marché fluctuent davantage, les taux d'intérêt et de change étant de plus en plus volatils. Mais surtout, les risques de contrepartie ont pris une autre dimension. Les défaillances des émetteurs se sont multipliées que ce soit pour les banques, les entreprises et même dernièrement, les collectivités locales (la défaillance de la ville d'Angoulême en septembre 1990). Ces deux dernières catégories dont une partie des financements n'est plus intermédiée, font subir ainsi leur éventuel défaut de paiement aux souscripteurs. Mais le changement certainement le plus marquant s'est effectué au niveau du secteur bancaire. Jusqu'à ces dernières années, la France ne connaissait pas de faillite bancaire majeure. La mise en redressement judiciaire de la Banque Pallas Stern (B.P.S.) a créé une véritable onde de choc sur la place parisienne. Les entreprises créancières ou non de la BPS sont devenues plus que jamais attentives au risque de contrepartie. Parmi celles engagées dans cette affaire, la SNCF à hauteur de plus de 200 millions de francs, a décidé de concentrer ses placements sur les signatures les plus prestigieuses. Mais, la plupart des entreprises ont renforcé leurs exigences concernant la notation des titres dans lesquels elles investissent. En général, les notations double A pour le long-terme et P1 pour le court-terme sont exigées au minimum pour les placements. Au sein de cet environnement qui peut paraître parfois assez erratique, la notation est devenue une référence plus importante dans la gestion du risque de crédit pour les établissements de crédit et les autres investisseurs. Elle doit permettre théoriquement une meilleure maîtrise des risques et une utilisation plus rationnelle de l'épargne en fondant mieux les décisions de placement.

Ainsi, la notation est apparue comme un élément qui permet de contrebalancer, du moins partiellement, les effets de la libéralisation des marchés financiers. Cela explique pourquoi les autorités de tutelle en général et en particulier françaises ont poussé son développement, la considérant comme un moyen supplémentaire de renforcement de la transparence des marchés, condition sine qua non de leur efficience dans une économie libérale.

II/ Définitions et typologie

A. Définitions

Il sera opportun, pour bien assimiler la définition de la notation financière, de la distinguer des autres termes proches, pour enlever ainsi toute ambiguïté à ce sujet.

1. rating

Le mot Rating est un mot d'origine américaine dont la traduction littérale signifie évaluation.; il désigne à la fois un processus (l'analyse du risque) et son résultat final (la note).

Les professionnels retiennent la définition suivant du mot **rating** : **c'est un processus d'évaluation du risque attaché à un titre de créance, synthétisé en une note, permettant un classement en fonction des caractéristiques particulières du titre proposé et des garanties offertes par l'émetteur.**

2. Notation financière

La traduction littérale du mot rating est "évaluation". Cependant, en France, l'association française des banques a retenu le terme de notation vu qu'il s'agit d'attribuer une note. La notation financière peut être définie comme étant **l'évaluation par une agence spécialisée et indépendante du risque de défaillance d'un émetteur ou d'une émission par une formalisation objective des facteurs de risques. Elle permet aux investisseurs de déterminer leurs choix en fonction du risque qu'ils souhaitent prendre, et de la rémunération qu'ils cherchent.**

Elle analyse donc à la fois la capacité et la volonté de l'émetteur de remplir ses obligations contractuelles et constitue un gage de transparence quant à sa solidité financière.

La notation financière exige de déterminer les risques de crédit, d'analyser les opérations de marché figurant hors bilan, de suivre les créances douteuses et les provisions. Elle se heurte aux modifications de présentation. Elle implique un rapprochement des données de gestion et de la comptabilité, répartition des informations entre annexes et rapport de gestion.

Elle se fait soit en fonction **d'une analyse financière** et cherche à déterminer les moyen à rembourser une dette en fonction d'une capacité bénéficiaire récurrente soit en fonction de techniques dites de « **crédit scoring** ». il s'agit d'évaluer les perspectives durables du respect des obligations mises sous surveillance en fonction de l'information financière.

En ce qui concerne l'analyse financière, il faut dire, en préalable, qu'il s'agit d'un même métier dans son essence puisque les agences de notation emploient également des analystes financiers. La notation fait donc appel à l'analyse financière mais la nature et les finalités de leur analyse sont différentes. En effet, l'analyse financière se destine comme une recommandation en priorité aux actionnaires d'une opération sur titre de propriété. La notation qui n'est en aucun cas une recommandation, est avant tout un service rendu aux prêteurs. En outre, si leurs méthodes d'analyse se ressemblent, les analystes des agences ont accès à des informations confidentielles grâce à la nature contractuelle de leur relation avec l'émetteur. Ceci leur permet de vérifier le fondement des hypothèses émises et d'approfondir ainsi leur étude.

3. Crédit-scoring

le crédit-scoring comme la notation, se définit comme une indication de la capacité d'un emprunteur à rembourser en date et en heure. Mais si elles s'adressent toutes les deux au même investisseur, le prêteur, quelques différences peuvent être apportées. Le crédit-scoring est une étude menée par un établissement de crédit de la solvabilité de l'emprunteur lors de l'octroi d'un crédit. Elle synthétise l'évaluation de son patrimoine alors que la notation ne concerne théoriquement que l'évaluation de l'émetteur quant à un titre de créance bien précis. En outre, le crédit-scoring fait intervenir l'emprunteur et l'établissement de crédit. La note est confidentielle et n'est donc en aucun cas communiquée. La notation fait intervenir quant à elle trois parties : les agences, l'émetteur et les investisseurs. La notation a, de ce fait, un intérêt plus large que le scoring puisqu'elle a un impact sur le marché financier. Enfin, les méthodes divergent également étant donné que le crédit-scoring est une méthode statistique reposant sur la pondération d'une batterie de ratios classiques d'analyse financière. Le modèle utilisé est élaboré à partir d'un échantillon d'entreprises et constitue donc un modèle empirique pour distinguer les bons des mauvais payeurs. La notation ne présente pas de caractère automatique dans son analyse et des études réalisées aux Etats Unis dans les années 60/70 ont montré qu'il n'y avait pas de critère déterminé.

B. Typologie

1. Notation traditionnelle et de référence

La notation traditionnelle qui s'applique aux emprunts à court terme (mois d'un an) ou à long terme émis sur le marché ;

La notation de référence (en l'absence d'émission) à court terme et à long terme qui mesure le risque de contrepartie que représente l'emprunteur pour un investisseur.

2. Notation sauvage

Contrairement à la notation faite à l'initiative de l'entreprise émettrice, la notation sauvage consiste à procéder à une notation de l'entreprise par l'agence sans la demande de celle-ci.

On cite ici l'exemple de la SEC (la filiale spécialisée du groupe des caisses d'épargne), qui a lancé un emprunt après avoir demandé et obtenu une notation AA+ de Standard & Poor's. en même temps, et sans que la SEC n'en est formulée la demande, Moody's a annoncé parallèlement qu'il attribuait la notation AA2 au même emprunt!!

3. Notation interne et externe

Une autre distinction est faite au niveau des acteurs chargés de la notation financière. Il s'agit à ce niveau de la notation financière interne et celle externe.

Bien entendu, la notation financière externe, qui est faite par des agences de notation ne constitue qu'une partie de l'activité de notation financière.

En effet, de nombreux acteurs financiers, en particulier des banques, disposant d'équipes de notation financière en propre afin, par exemple, d'évaluer le risque de leurs propres débiteurs, ou de conseiller leurs clients sur le marché des obligations

4. Notation d'opération

La notation financière d'un débiteur s'intéresse à la capacité générale de ce débiteur à remplir ses engagements.

Une telle notation ne donne cependant d'informations que sur la situation « actuelle » du débiteur, c'est pourquoi on peut également noter une opération individuelle.

Une opération individuelle (telle qu'un emprunt ou une émission obligataire) sera par exemple notée :

- ✚ lors de la conclusion d'un nouvel emprunt (un nouvel emprunt change la structure bilantaire de l'emprunteur et, dès lors, peut impacter sa capacité de remboursement),
- ✚ lorsque l'opération présente une particularité qui fait que ses chances de remboursement sont améliorées ou moins bonnes :

§ l'emprunt est garanti par exemple par un gage, une hypothèque ou une autre forme de garantie ou de sûreté (réduction de la perte sur défaut),

§ l'emprunt est une opération structurée (réduction de la probabilité de défaut et de la perte sur défaut),

§ l'emprunt est une opération subordonnée (augmentation de la probabilité de défaut et de la perte sur défaut).

5. Notation en devises étrangères

La notation en devise mesure la capacité de remboursement en devise étrangère, contrairement à la notation tout court, sans autre précision, qui mesure la capacité de remboursement en général.

Cette distinction n'est pas nécessairement toujours faite, mais apparaîtra indirectement par exemple du fait de la notation d'un emprunt en devises. Ainsi, la notation d'un emprunt en dollars US d'une société européenne dépendra de l'accès de cette entreprise à une source de dollars US.

La notation en devise est particulièrement souvent présente lorsqu'il s'agit de la notation d'un Etat. Dans ce cas, la différence de notation reflète le fait qu'un Etat aura tendance à privilégier le remboursement des dettes exprimées en devise nationale, ce qui implique en principe une notation inférieure pour les emprunts en devise étrangère.

6. Notation souveraine

Les Etats, tout comme les entreprises, peuvent être notés financièrement. Outre les particularités que cela implique dans l'analyse (notamment l'impact de sa capacité fiscale sur sa capacité de remboursement), la notation souveraine a la particularité d'être le plafond pour ce qui concernera la notation des entreprises résidentes.

Les agences de notation considèrent en effet qu'aucune entreprise d'un pays ne

saurait, quelle que soit sa solidité financière, dépasser des limites liées à la politique monétaire, fiscale et budgétaire du pays.

II. Le processus de notation financière :

Avant d'énumérer les différentes étapes du processus de la notation, il est nécessaire de rappeler les critères sur lesquels se basent les agences de notation.

Ces critères, même si chacune a ses propres méthodes, dépendent de la mission qui est confiée :

- entreprises: critères comptables, de gestion, d'examen des risques, de perspectives économiques,...
- état : situation économique, stabilité, politique monétaire et budgétaire,...
- opération : modélisation de l'opération et de ses flux financiers permettant une évaluation du risque de défaut et de la perte possible.

Les agences de notation, afin de procéder à la notation de leur client, s'engagent dans toute une procédure qui commence dès le premier contact avec la société émettrice. Une fois l'agence s'assure de la recevabilité de sa demande, l'entreprise lui présente sa demande de notation. Puis sur la base d'une étude, la dite agence procède à la notation.

A. Demande de notation :

L'entreprise souhaitant demander la notation doit présenter un dossier comportant ses statuts, l'extrait du registre du commerce la concernant, ses cinq derniers rapports annuels, ses derniers bilans et comptes de résultats, ainsi que les annexes certifiées par les commissaires aux comptes, sa situation provisoire éventuellement et des indications aussi précises que possible sur la nature et la raison d'être de l'opération financière notée.

Ce dossier, rapidement examiné, permet à l'agence d'apprécier la possibilité d'engager l'étude nécessaire. C'est seulement à titre exceptionnel que l'étude peut-être engagée sans être justifiée par une opération financière existante ou envisagée à terme relativement proche. En cas d'accord, l'agence invite l'entreprise à présenter une demande sous la signature de son principal dirigeant.

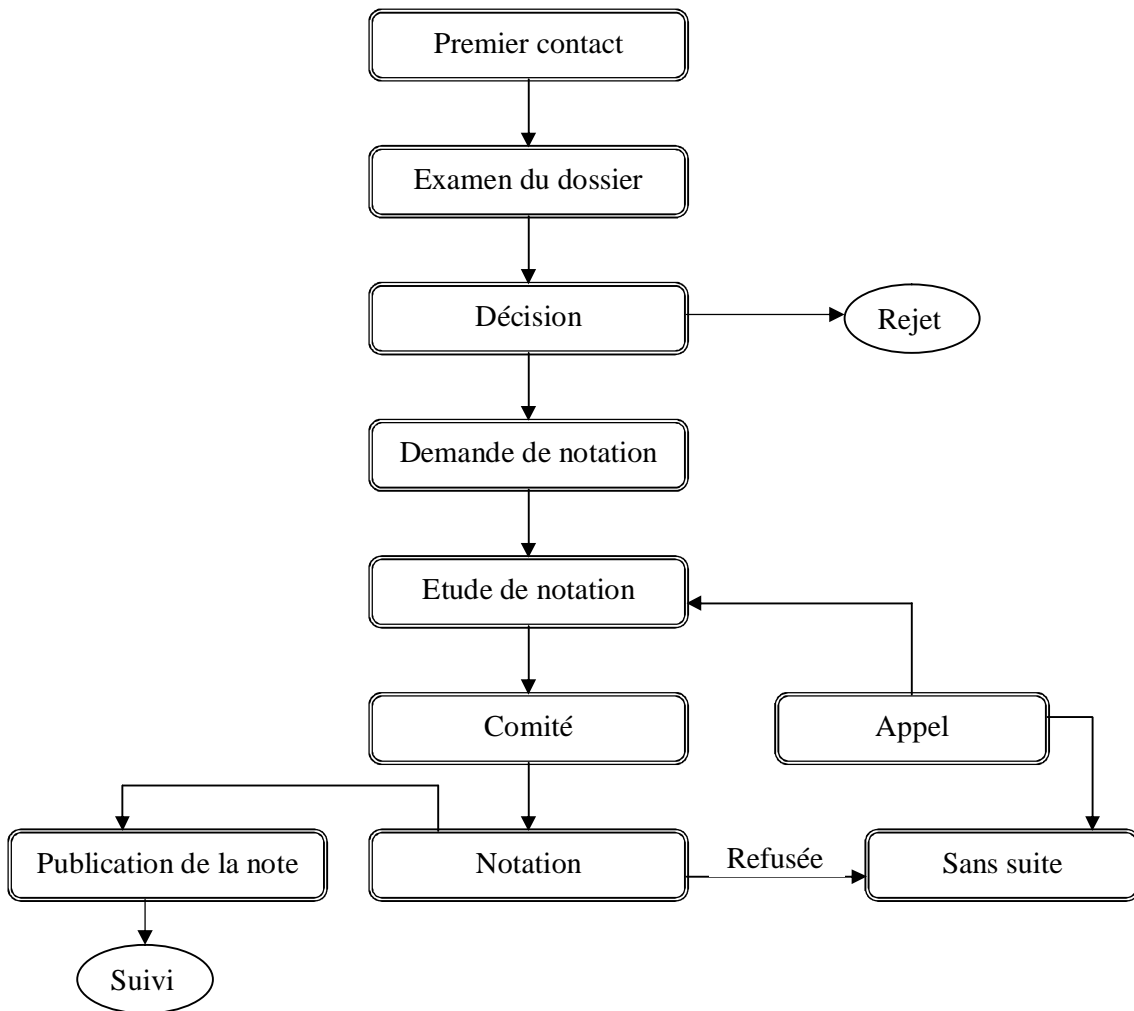
Cette demande comporte une adhésion explicite :

- § Aux conditions de publications et de révision éventuelle de la notation quand le demandeur a accepté la publication de la notation initiale,
- § Aux obligations de communications d'informations (toutes publications légales ou privées, bilans, situations comptes provisoires et définitifs, tout événement susceptible d'affecter la vie de l'entreprise),
- § Aux conditions dégageant l'agence des responsabilités qu'elle pourrait encourir vis-à-vis de l'entreprise notée quant à l'incidence de la note ou de ses modifications éventuelles,
- § Au prix de l'étude et aux conditions de règlement.

La demande requiert également l'autorisation explicite pour l'agence de prendre connaissance de toutes les informations qui lui paraîtront nécessaires sur l'entreprise auprès de toute personne physique ou morale également tenue au secret professionnel, étant précisé que l'agence informera préalablement l'entreprise de toute démarche dans ce sens.

L'étude de notation exige la disposition d'un ensemble clair, cohérent et exhaustif d'informations assurant à l'agence une parfaite compréhension de la situation et des perspectives du demandeur et des conditions de réalisation de l'opération financière à noter.

Schéma de l'opération



B. Etude :

A la suite de la demande de notation, l'agence désigne un correspondant qui sera l'interlocuteur privilégié pendant l'étude et, ultérieurement, pour la mise à jour du dossier. L'agence fixe un délai pour l'attribution de la note.

L'étude est menée par une équipe dont la composition est définie au cas par cas, sous la direction du correspondant désigné de l'entreprise. Elle comporte obligatoirement un ou plusieurs entretiens avec les dirigeants de l'entreprise.

Elle prend en compte non seulement les données financières et les qualités de l'organisation, mais aussi la situation de l'entreprise par rapport à son environnement, les risques du secteur, le marché et la position sur le marché, l'efficacité technique et commerciale...

Enfin, l'opération financière qui fait spécifiquement l'objet de la demande de notation est appréciée en fonction des besoins du demandeur.

C. Notation :

Un comité de notation constitué de personnalités désignées en raison de leur expérience des entreprises, des opérations financières et de leur indépendance, se charge de l'étude effectuée. Le président du directoire de l'agence, qui n'est pas directement impliqué dans l'élaboration des études, participe à ce comité dont les décisions sont prises à l'unanimité.

La décision du comité est notifiée à l'entreprise intéressée avec les explications et justifications utiles. Elle peut éventuellement faire l'objet d'un appel sur la base d'éléments d'information complémentaires ou nouveaux.

La note accordée, en définitive, n'est publiée qu'avec l'agrément du demandeur. Si elle n'est pas publiée, elle ne peut être évoquée, par lui dans ses relations avec des tiers, qu'avec l'autorisation de l'agence.

D. Modification de la note :

Les notes publiées par l'agence font l'objet d'un suivi permanent, facilité par l'engagement d'information souscrit par les bénéficiaires. Les modifications éventuelles proposées par la direction de l'agence sont décidées par le comité de notation et peuvent être publiées par l'agence sans accord particulier.

Si le contrat avec l'agence est maintenu (et la notation en principe rendue publique), 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, ...) ou suite à une des visites régulières chez le client (en général au moins une fois par an).

La révision peut aboutir à un changement dans la notation (augmentation ou baisse de notation) ou à la mise sous surveillance. Une mise sous surveillance est avec implication positive ou négative et ouvre une période limitée dans le temps au cours duquel l'agence finalise sa position (généralement pas plus d'un mois). L'agence est totalement libre dans ce processus. Le client n'a pas la moindre possibilité d'empêcher l'agence de publier, sans même l'en avertir, une révision de la note.

E. Mise à disposition d'information

Les agences de notation redent Les notations publiques. Celles-ci peuvent être consultées sur une multitude de sources telles que Bloomberg ou les sites Internet des agences.

Les agences de notation mettent généralement à disposition, moyennant paiement, des outils complémentaires tels que :

- analyses statistiques par secteur,
- outils de collecte des notations par portefeuille,
- étude de problèmes particuliers tenant au financement des entreprises,
- rapports détaillés par entreprise,

- analyse historique (défauts des entreprises, matrice de migration des notations, ...)
- ...

IV. Organismes notés :

La **notation financière** consiste à apprécier le risque de solvabilité financière:

- d'une entreprise,
- d'un Etat
- d'un établissement de crédit...

La méthodologie des agences de notation diffère d'un établissement à un autre, nous allons nous contenter de présenter la méthodologie utilisée pour les entreprises industrielles et les établissements de crédit.

A. Analyse d'une entreprise :

Une entreprise industrielle est appréciée sous trois angles distincts :

- § L'analyse macro-économique.
- § Le risque commercial.
- § Le risque financier.

1. Environnement macro-économique :

L'analyse macro-économique permet de prendre en compte le contexte national, dans lequel évolue la société, et de mesurer quelles peuvent être les conséquences de telle ou telle décision politique sur son secteur d'activité. Certains secteurs, tels l'automobile ou le BTP, sont très dépendants des orientations politico-économiques retenues par le gouvernement en place.

En outre, il est vital de connaître avec précision le niveau et la nature des interactions qui existent entre l'Etat et l'industrie. Ainsi, Standard & Poor's, en 1988, dans sa Revue d'analyse financière, indiquait « **qu'elle prend également en considération certaines caractéristiques de l'entreprise pour estimer dans quelle mesure une société donnée est susceptible de bénéficier d'un soutien gouvernemental** ».

Aussi est-il logique que la notation de nombreuses entreprises reflète leurs relations avec l'Etat.

Standard & Poor's ajoute encore que « **le soutien gouvernemental imputé à ces notations peut-être dû à plusieurs facteurs, entre autres la participation gouvernementale ou une présence dans un domaine stratégique tel la défense, l'énergie ou la technologie de pointe. Ces liens avec l'Etat sont généralement considérés comme portant la flexibilité financière d'une société à un niveau supérieur à celui que laisserait paraître son seul profit financier** ».

2. Le risque commercial :

Les agences de notation apprécient le risque commercial sous deux angles distincts : l'environnement concurrentiel de l'entreprise et son propre positionnement sur son marché traditionnel.

i. Le risque sectoriel :

Pour mesurer la vulnérabilité d'une entreprise, sa capacité de réaction face à des événements inattendus, une approche du secteur d'activité est indispensable.

Quel est l'état du marché ? est-il saturé et en surproduction ? est-il en pleine croissance ?

L'entreprise est-elle présente sur un marché local, un marché international ? en retenant l'hypothèse que l'entreprise soit très impliquée, très présente dans un pays étranger, quelles seraient, pour celle-ci, les conséquences d'une appréciation de la devise locale ou de l'application de mesures protectionnistes ?

Les organismes supranationaux doivent également être intégrés dans la réflexion. Tels le GATT ou les satellites de la Communauté européenne. Les industries agroalimentaires ou sidérurgiques sont plus nationales et européennes.

ii. La position de l'entreprise :

Après l'analyse de l'environnement concurrentiel, l'agence de notation s'attache à évaluer quelles sont les forces et faiblesses de l'entreprise sur son secteur d'activité au travers de quelques questions simples :

- § Quelle est sa part de marché ? est-elle en position de monopole ?
- § A-t-elle une maîtrise de son activité (voir notamment l'évolution de son chiffre d'affaires sur 5 ans ; la forme de progression est-elle régulière ou heurtée ?)
- § Sur quels produits repose le chiffre d'affaires de la société ? est-elle bien diversifiée ou dépend-elle d'une activité « vache à lait » ?
- § Quelle est la dimension réelle de l'entreprise ?

L'effet « taille » est très important pour les agences de notation., la taille étant appréciée par les effectifs, le chiffre d'affaires, la part de marché... La dimension de l'entreprise lui permet-elle d'avoir une bonne maîtrise de son réseau de distribution, d'avoir un rayon d'action important ? la distribution de la société aurait-elle des conséquences sociales pour une région, pour l'industrie du pays ?

La rentabilité est aussi minutieusement examinée. Les résultats de l'entreprise sont-ils récurrents ? quelle est la formation du résultat (les éléments exceptionnels étant isolés) ?

Pour une entreprise évoluant dans un secteur de pointe (secteur chimique, pharmaceutique ou de loisir par exemple..), quel est le budget de recherche de la société ?

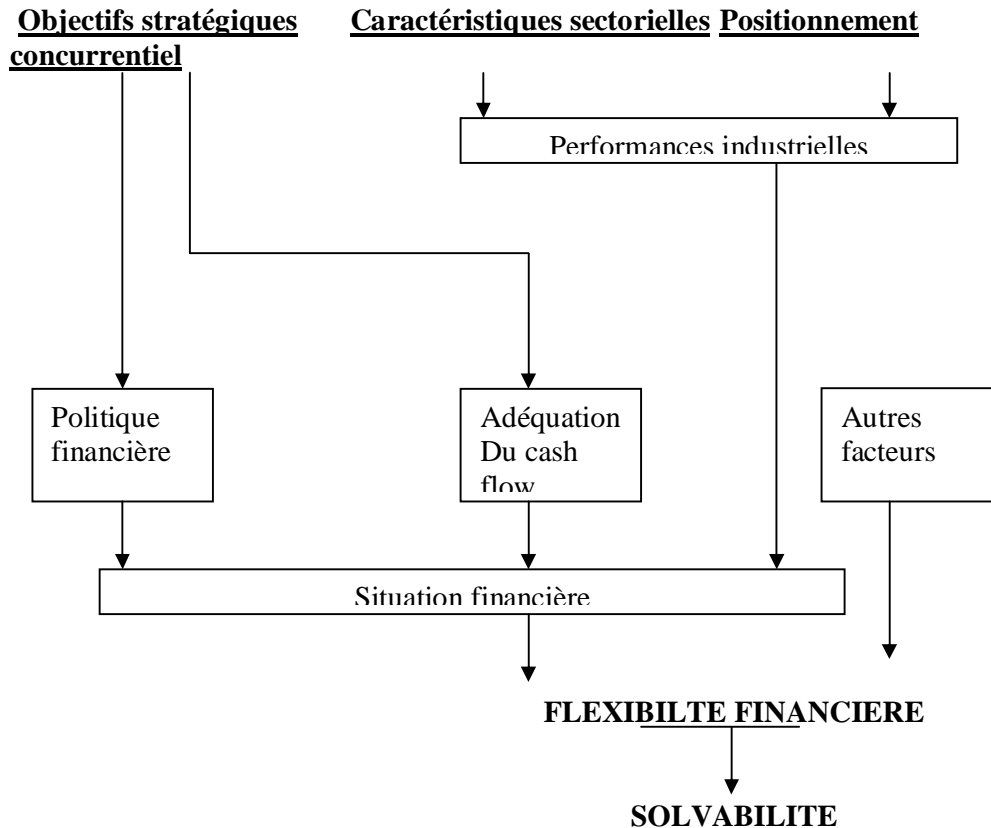
Au travers de ces quelques questions, qui ne sont pas limitatives, l'agence de notation essaie de définir clairement la stratégie commerciale (offensive-défensive) de l'entreprise et son organisation, et de vérifier sa pertinence par rapport aux forces et faiblesses de l'émetteur, préalablement identifiées.

Dans une deuxième phase, après l'évaluation du risque commercial, l'analyse porte sur la détermination et la maîtrise du risque financier.

iii. Le risque financier :

L'approche du risque financier est réalisée à partir d'une méthodologie synthétisée par le schéma ci-dessous :

Interdépendance du risque industriel et de l'analyse financière



Source : Standard & Poor's

La mesure du « risque financier » tient compte ex-ante de la configuration comptable de l'entreprise de telle sorte que celle-ci soit compatible avec les normes comptables de référence.

On sait par expérience que les résultats d'une entreprise peuvent être dépendants d'un traitement particulier de la survalueur (amortissable ou imputable sur les fonds propres), de règles inhabituelles d'amortissement de provisions mal ajustées.

L'analyse financière s'articule ensuite sur cinq axes majeurs : la politique financière, la rentabilité, la structure financière, l'autofinancement et la flexibilité financière.

🚦 La politique financière :

Dans son processus d'analyse, l'agence de notation va vérifier la cohérence de la politique financière de l'émetteur a-t-il les moyens de satisfaire ses ambitions commerciales ? par exemple, une politique de croissance externe très soutenue est peu compatible avec une structure financière fragile.

Il est essentiel aussi de connaître les orientations financières de l'émetteur.

L'émetteur s'est-il imposé une rémunération minimale des fonds propres ?

Adopte-t-il régulièrement une politique de distribution de dividendes ?

a-t-il fixé un seuil d'endettement à ne pas dépasser, notamment en fonction de son niveau de fonds propres ?

La rentabilité :

Les agences de notation portent une attention particulière à la rentabilité de l'émetteur. Elles considèrent notamment qu'une bonne rentabilité permet :

- § De renforcer les fonds propres et donc d'assurer la pérennité de l'entreprise,
- § De stabiliser l'actionnariat qui est très sensible aux bénéfices dégagés par la société,
- § De rassurer tous les créanciers traditionnels de l'entreprise (fournisseurs, banques...),
- § D'obtenir ultérieurement de meilleures conditions financières pour les emprunts contractés auprès des banques.

Les ratios les plus couramment utilisés sont les suivants :

- § Marge opérationnelle : résultat brut d'exploitation /chiffre d'affaires.
- § Couverture des frais financiers nets : résultat brut d'exploitation/ frais financiers nets.
- § Couverture des frais financiers nets par le résultat opérationnel ajusté.
- § Couverture des frais nets par le cash flow après variation du BFR (besoin en fonds de roulement).
- § Capacité d'autofinancement/dettes financières nettes.
- § Dettes financières nettes/capitaux propres élargis (y compris quasi fonds propres et intérêts minoritaires).
- § Résultat opérationnel/ventes.
- § Résultat net/ fonds propres.
- § Dette nette/capital + dette nette.

La structure financière :

Une fois déterminé le caractère plus ou moins capitalistique du secteur industriel de l'émetteur, l'analyse abordera l'endettement de l'émetteur :

- § Quel est le niveau d'endettement total de l'entreprise, y compris les éventuels engagements hors-bilan ?
- § Quel est le rapport « endettement/fonds propres » ? les agences de notation sont très sensibles à cette notion et, à cet égard, elles considèrent souvent que

l'endettement des grandes entreprises françaises est trop élevé par rapport à leurs fonds propres.

- § Quelle est la structure d'endettement de l'entreprise ? est-elle endettée à taux fixe, à taux variable ?
- § y-a-t-il adéquation entre les besoins de financement structurels de l'émetteur et la nature de son endettement ?

Ainsi, une entreprise qui financerait des emplois longs par des ressources courtes, s'exposerait à un risque de transformation, terme qui intègre les notions de risques de liquidité et de taux.

En effet, si l'entreprise se refinance à court terme, elle n'a pas la certitude, au bout de six mois ou d'un an, de trouver de nouvelles liquidités sur le marché (risque de liquidité).

En outre, en admettant qu'elle les obtienne facilement, elle les paiera peut-être beaucoup plus cher ; ce qui alourdira d'autant ses charges financières (risque de taux).

L'autofinancement :

Pour Standard & Poor's, l'analyse de l'autofinancement permet de mesurer « **la capacité de la société à couvrir ses dépenses récurrentes (besoins en fonds de roulement, investissements industriels, dividendes) et à dégager une marge nette d'autofinancement qui détermine sa flexibilité financière pour financer sa croissance externe et/ou rembourser sa dette. Le degré de couverture de la dette par la marge brute d'autofinancement insuffisante rend la société structurellement dépendante de financements externes** ».

La flexibilité financière :

La flexibilité financière est la capacité d'une entreprise à faire face à un événement imprévu ou exceptionnel (rachat d'une entreprise, produit subitement interdit sur un marché ou encore un conflit social très dur), sans obérer sa situation financière et mettre en péril ses équilibres financiers et donc, ipso facto, son indépendance.

La flexibilité peut-être appréciée au travers :

- § Des résultats et de l'autofinancement de l'entreprise,
- § De la facilité avec laquelle l'entreprise peut mobiliser des fonds (ligne de crédit confirmée, engagement formalisé d'un actionnaire, présence de l'Etat dans le capital de la société et dont l'intervention finale peut s'avérer décisive en cas de difficultés sérieuses de l'émetteur...),
- § Des réserves latentes ou des plus values potentielles facilement réalisables.

B. Analyse d'un établissement de crédit :

L'émetteur, comme fut le cas de l'entreprise, est étudié sous trois angles :

- § L'environnement économique et réglementaire

- § Le rôle de l'établissement de crédit au sein du système financier et bancaire national
- § Analyse de l'émetteur

1. Environnement économique et réglementaire :

Il s'agit, d'après Moody's, de comprendre la structure institutionnelle qui caractérise le système financier auquel appartient la banque, d'examiner le degré d'intermédiation du système, les parts de marché des principaux groupes financiers, le degré de concentration au sein de chaque groupe, et surtout les tendances relatives à l'interaction de ces trois éléments. Et de savoir dans quelle mesure le système bancaire peut être utilisé dans la gestion de l'économie d'un pays et/ou sa position extérieure .

2. Rôle de l'établissement de crédit au sein du système financier et bancaire national :

S'interroger sur la place d'un établissement de crédit au sein de son propre système financier, c'est essayer de répondre à la question que se posent toutes les agences de notation : quelle est la pérennité de l'émetteur et sur quels soutiens peut-il s'appuyer en cas de graves difficultés ?

Pour essayer de répondre à cette question, plusieurs facteurs doivent être étudiés :

- § Quelles sont les activités de la banque, ses parts de marché ; a-t-elle une activité prépondérante sur les marchés des capitaux ?
- § Quel est l'actionnariat de l'émetteur ?
- § Quel est le statut de l'établissement ? Certains statuts doivent juridiques spécifiques doivent faire l'objet d'une attention particulière.

3. Analyse fondamentale de l'émetteur :

Moody's calque son analyse sur le modèle Camel (**C**apital, **q**ualité des **a**ctifs, **m**anagement, **b**énéfices, **l**iquidités) en isolant tous les niveaux possibles de décision de l'émetteur : groupe, banque, filiales, participations financières importantes.

i. Les fonds propres (equities) :

Quelque soit l'émetteur, les fonds propres constituent toujours un volant de sécurité pour les investisseurs ; leur niveau élevé renforce la pérennité de l'émetteur en lui permettant notamment de traverser des périodes difficiles.

Les fonds propres sont un bon indicateur de la santé financière d'une banque et le Comité des banques centrales, autorité monétaire supranationale, n'a pas hésité à imposer aux banques internationales un niveau minimal de fonds propres à respecter : c'est le « célèbre ratio Cooke » de 8%.

On peut d'ailleurs relever à ce sujet que le niveau de fonds propres des banques diffère sensiblement d'un pays à un autre. Les banques américaines et anglaises ont

globalement un niveau de fonds propre satisfaisant ; les banques françaises et japonaises sont, quant à elles, traditionnellement moins capitalisées.

Les fonds propres sont appréciés en fonction des activités de la banque, certaines activités étant moins consommatrices que d'autres, tel le crédit aux collectivités locales. La constitution des fonds propres est également étudiée attentivement :

- § Niveau du « noyau dur » (capital social et réserves),
- § Provisions à caractère de réserves,
- § Quasi-fonds propres, tels les TSDI (titres subordonnés à durée indéterminée), dont les banques françaises ont été friandes pour satisfaire aux ratios réglementaires.
- § Parallèlement, la capacité d'un émetteur à augmenter ses fonds propres est aussi évaluée au travers notamment :
- § Des réserves latente,
- § Des plus-values latentes,
- § De la capacité bénéficiaire de l'établissement.

ii. La qualité des actifs :

La qualité des actifs est un facteur essentiel puisqu'elle conditionne les résultats futurs de l'établissement. Son appréciation par l'analyste est cependant délicate car les critères habituellement retenues pour l'appréhender n'ont qu'une valeur relative : montant des créances douteuses, taux de provisionnement, masse des impayés...

En fait, pour apprécier correctement la qualité des actifs d'un établissement de crédit, l'analyse doit porter sur l'organisation de la banque en matière de crédit, la politique mise en œuvre et les outils de suivi, et l'analyse stricto-sensu du portefeuille de crédits, en le rapprochant de ceux des autres établissements bancaires.

l'organisation de la banque en matière de crédit.

Quels sont les niveaux de délégation ? pouvoir et composition des différents comités constitués (Comité d'engagement ou de crédit). Comment sont réparties et contrôlées les différentes activités de l'émetteur ?

la politique mise en œuvre et les outils de suivi.

L'émetteur a-t-il défini des règles internes en matière de division des risques (risques sectoriels, partage de risques sur certaines opérations, telles la promotion immobilière) ? est-il très engagé sur des secteurs risqués ?

Comment s'effectue le reporting des opérations ? La direction générale dispose-t-elle d'un tableau de bord sur les risques de crédit, intégrant notamment les créances douteuses, les impayés, les principaux engagements par secteurs d'activités ou encore le montant des provisions ? quelle est la politique de recouvrement de l'émetteur ? est-elle efficace et quel est le taux de récupération des créances douteuse ?

La qualité stricto-sensu du portefeuille.

La composition du portefeuille de crédits et son évolution (au minimum sur 5 ans) sont étudiées.

Puis, on procède au calcul de plusieurs ratios significatifs (créances douteuses/encours crédits ; provisions/créances douteuse ; pertes nettes/encours crédit).

V- Les agences de notation financière :

Les agences de notation financière sont des acteurs très particuliers du marché financier. Dans ce point, il s'agit de présenter ces organismes, leur objectif, les différents acteurs existant sur le marché, ainsi que d'analyser leur indépendance.

A. Définition :

Les agences de notation financière sont des entreprises indépendantes rémunérées par le demandeur de notation.

L'entreprise demandeuse paiera une commission pour l'exécution de la mission ainsi qu'une commission annuelle pour l'entretien de la notation et son suivi.

Appelées également **agences de rating**, elles évaluent le risque de solvabilité de l'emprunteur, c'est-à-dire précisément le risque de non-remboursement de ses dettes ou qualité de la signature.

La qualité de la signature est la capacité d'un emprunteur à faire face aux échéances de remboursement (en intérêt et capital) de la dette qu'il a contractée.

Les emprunteurs peuvent autant être des entreprises (privées ou publiques) que des Etats ou des collectivités locales.

La notation financière externe (par une agence de *rating*) ne constitue qu'une partie de l'activité de notation financière. En effet, les établissements bancaires et financiers ont également des équipes de notation financière pour évaluer le risque de leurs débiteurs ou conseiller leurs clients sur le marché des obligations.

B. Objectif :

La notation financière vise à caractériser le risque associé à un émetteur. Les agences de notation ont deux rôles : **traiter** l'information et la **certifier**. Le traitement de l'information concerne le marché. La certification est rendue nécessaire par la réglementation.

Les agences sont au service des investisseurs, qui peuvent ainsi prendre des décisions sur la base d'informations pertinentes.

C. Acteurs :

La notation financière est apparue aux Etats-Unis avec le développement des marchés des émissions publiques. Elle s'est développée aux sociétés privées américaines, puis non américaines avec l'internationalisation des marchés.

Deux catégories d'agences de notation sont à distinguer : globales et locales.

Agence globales :

Il y a trois agences de notation globales : Moody's, Standard & Poor's et Fitch .

Agences locales :

Il existe plusieurs agences de notation financière qui sont spécialisées dans certains marchés, par exemple Canadian Bond Rating service, ICRA (Investment Information and Credit Rating Agency of India), MicroRate (notation de micro crédits).

Le marché de la notation financière est, en principe, un marché concurrentiel. En pratique, il a longtemps constitué un duopole, et, depuis peu, un tripole avec la montée en puissance récente de Fitch. Le faible nombre d'intervenants pose inévitablement la question de la réalité des conditions de concurrence sur ce marché, à la fois en termes de sanction des agences déjà présentes en cas de mauvaise performance, et en termes de capacité de nouveaux entrants à se faire une place.

Dans ce point, il s'agit de présenter les 3 agences qui dominent le marché de notation financière :

- **Standard & Poor's**, filiale du groupe McGraw & Hill depuis 1966 (USA), spécialisé dans la notation des sociétés industrielles ;

- **Moody's Investors Service**, principale filiale de Moody's Corporation, société indépendante depuis 2000 (USA), bien positionnée dans la notation des opérations de titrisation ;

- **Fitch Investors Service**, dit Fitch (IBCA), filiale à 97% du groupe français Fimalac, leader dans la notation des établissements bancaires.

Depuis peu, **Duff & Phelps** Credit Rating Company (Duff & Phelps) se développe fortement, devenant un quatrième acteur à ne pas négliger.

Certaines agences sont très spécialisées, telle **AM Best Company** qui note la capacité d'une société d'assurances à faire face à ses engagements (*claims-paying ability*).

D. Système de notation :

Au moment du lancement d'une émission, les agences de notation attribuent une note, qui pourra être modifiée jusqu'au remboursement. La note se fonde sur des informations officielles (relatives à l'émission, l'entreprise et le contexte), mais aussi sur des informations plus **confidentielles** (sur les performances et les projets de l'émetteur) résultant d'entretiens avec les principaux dirigeants.

Chaque agence de notation financière possède son propre système de notation.

Schématiquement les notes s'établissent de A à D avec des échelons intermédiaires.

Une harmonisation des notes est régulièrement évoquée.

La note est bien plus qu'une simple indication du risque de défaillance d'une émission obligataire.

Les notations vont de AAA (triple A)(qualité maximale) à C (grand danger de défaut).

Le tableau ci-après détaille les grilles de notations à court terme et à long terme que les trois agences de notation globale donnent.

La notation à court terme juge de la capacité du débiteur à remplir ses engagements à un an au plus. La notation à long terme estime la capacité du débiteur à remplir ses obligations à plus d'un an.

Comme on le voit, la notation à long terme est plus détaillée que la notation à court terme. Par exemple, les entreprises ayant reçu une notation *long terme* Fitch de "AAA" à "AA-" recevront la même notation court terme "A1+". On conçoit en effet même intuitivement que deux entreprises qui ont un risque de défaut à long terme légèrement différent (plus important pour la société "AA-" que pour la société "AAA") auront, à court terme, un risque quasiment identique.

Moody's		S&P		Fitch		Commentaire
Long Terme	Court terme	Long Terme	Court terme	Long Terme	Court terme	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	A1+	"Prime". Sécurité maximale
Aa1		AA+		AA+		
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1	P-2	A+	A-1	A+	A1	Upper Medium Grade. Qualité moyenne
A2		A		A		
A3		A-	A-2	A-	A2	
Baa1	P-3	BBB+	A-3	BBB+	A3	Lower Medium Grade. Qualité moyenne inférieure
Baa2		BBB		BBB		
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Non Investment Grade. Spéculatif
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Hautement spéculatif
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa		CCC+		C		
Ca	CCC	Extrêmement spéculatif				
C	CCC-	Peut être en défaut				
/	D	/	DDD	/	En défaut	
/			DD			

/				D		
---	--	--	--	---	--	--

Source : www.wikipedia.fr

Ces différentes notations peuvent être scindées en deux grandes familles : la catégorie **Investissement** ou *High Grade* contenant les notes comprises de AAA à

BBB et la catégorie dite **Spéculative** pour les notes inférieures.

Une société qui passe en moins d'un an de la catégorie Investissement à la catégorie Spéculative est qualifiée de *Fallen Angel* (ange déchu).

E. Le rôle des agences de notation financière sur les marchés financiers

La matière première : l'information financière

Les agences de notation disposent d'informations privilégiées sur la santé et les perspectives financières de l'émetteur, sous réserve de conserver ces informations confidentielles et de s'assurer qu'elles ne donnent pas lieu à un délit d'initié. Elles se distinguent des analystes financiers, qui n'ont en principe accès qu'à l'information publique.

Cet accès à des informations stratégiques constitue l'une des principales critiques à l'encontre des agences de *rating*. Cela dit, les agences sont tributaires de l'information fournie par les émetteurs.

Elles apportent une part de conseil dans la mesure où leurs notes sont assorties d'une **orientation** à moyen terme permettant de situer la tendance de la qualité de l'émetteur. En retour, pour ceux qui savent finement interpréter les données largement diffusées par les agences, la notation est une véritable source d'information.

Influence sur les capacités de financement

Une bonne notation peut aider la structure (entreprise ou collectivité locale) à mieux négocier son financement. Que ce soit par financement bancaire ou par émission d'obligations sur le marché, plus la note sera élevée et plus l'entreprise trouvera des fonds à des taux d'intérêt faibles. En corollaire, il est difficile pour une structure notée Spéculative de monter un financement. En effet, les investisseurs institutionnels ne s'intéressent pas (ou peu) à ce type de valeurs.

Une révision de la note à la baisse (*downgrade*) peut faire faiblir le cours du titre visé.

De même, un changement d'évaluation à la hausse (*upgrade*) peut faire monter le cours. Les investisseurs sont très attentifs aux modifications de notes ou aux mises sous surveillance des titres.

Dans certaines situations telles les acquisitions, fusions ou investissements majeurs, la société est **mise sous surveillance** (*credit watch*). Cela signifie que l'agence de notation attendra de voir les effets de ces modifications avant de se prononcer sur une autre note.

Les agences de *rating* délivrent au marché des informations utiles, d'autant plus crédibles qu'elles le font de manière indépendante. Malgré tout, les réactions du marché aux changements de notes sont parfois excessives.

Des junk bonds aux spéculatifs !

Comme il a été évoqué précédemment, les neuf notes se regroupent en deux catégories.

Les émissions notées BBB et plus appartiennent à la catégorie Investissement. D'un point de vue réglementaire, le classement d'une émission dans la catégorie Investissement revêt une importance considérable, dans la mesure où de nombreuses institutions financières ne sont autorisées à investir que dans des titres bénéficiant de cette notation.

Parfois, les émissions notées en dessous de BBB sont qualifiées de *junk bonds* ou obligations pourries ! Ce terme est remplacé par d'autres plus élégants comme

Spéculatif ou A haut rendement.

F. Indépendance des Agences de notation financières :

Etant une entreprise commerciale dont le but devrait être la satisfaction de sa clientèle afin de maximiser ses revenus, l'agence donnera-t-elle à l'entreprise qui la paie une notation reflétant la réelle qualité financière de l'entreprise ou une notation qui reflétera le désir de servir le client ?

La pratique montre que les relations entre donneur d'ordre et agence de notation sont particulières en ce sens que l'agence conserve son indépendance totale, considérant que leur véritable client est le marché.

Il est clair, en effet, que le moteur de la demande de notation est la demande, par le marché, d'une évaluation indépendante et que la qualité d'une notation ne se mesure que par la confiance que les acteurs de marché ont dans l'indépendance de l'agence. Ainsi, pendant longtemps, une des trois agences globales (Moody's, Standard & Poors, Fitch) avait une réputation, à tort ou à raison, de plus grande « souplesse » qui avait un impact négatif sur sa part de marché.

VI- Impact des notations financières

A. Impact sur le risque crédit (spread de crédit) :

On appelle risque crédit ou encore spread de crédit, la rémunération exigée par les investisseurs en compensation du risque global encouru par la détention du titre. Aussi, le risque crédit caractérise plus concrètement la perception du risque par les investisseurs. C'est ainsi que la notation financière est apparue (début des années 80 en Europe) pour devenir un indicateur incontournable du risque de défaut d'un émetteur. Actuellement en France, la totalité des émetteurs bancaires et la majorité des émetteurs industriels et commerciaux ont recours à la notation. En effet, la notation financière d'un acteur du marché est un élément important dans la prise de décision d'investissement.

Sans pouvoir remplacer totalement, du moins en principe, l'analyse personnelle par l'investisseur, la notation financière d'une entreprise est un élément essentiel de la prise de décision d'investissement. Au sommet de la pyramide, on trouvera la notation AAA, généralement réservée à quelques Etats. On est là dans le domaine de l'investissement (virtuellement) sans risque.

Un investisseur ne consentira donc à investir dans un emprunteur avec notation inférieure que moyennant le paiement d'un taux d'intérêt incluant une prime de risque censée couvrir le risque de perte.

Les échelles de notation financière sont dès lors devenues des références obligées des marchés financiers, avec établissement d'une échelle de primes de risques. Cette échelle de prime de risque n'est :

- ni figée : et on assistera selon les circonstances économiques soit à un élargissement ou à un rétrécissement des primes de risques,
- ni unique : si un secteur d'industrie est perçu par le marché comme plus risqué, tel le secteur téléphonique, la prime pour un emprunteur de ce secteur sera plus élevée ;

Pendant, on constatera que l'échelle respectera toujours cette règle élémentaire : **plus la notation financière est basse, plus la prime sera élevée**. On peut donc avancer que la notation financière est l'un des déterminants du spread.

B. Impact sur la mondialisation :

Le terme mondialisation désigne le développement de liens d'interdépendance entre hommes, activités humaines et systèmes politiques à l'échelle de la planète. Ce phénomène touche la plupart des domaines avec des effets et une temporalité propre à chacun.

Dans une économie globale dans laquelle les capitaux circulent librement, les agences de notation financière sont un élément important de développement. **Sans une notation financière en laquelle l'investisseur peut faire confiance, il est partiellement illusoire de promouvoir la libre circulation des capitaux**, un investisseur ne s'impliquant que lorsqu'il comprend, ou croit comprendre, les risques auxquels il est confronté.

Ce n'est donc pas un hasard si la notation financière est devenue plus commune en Europe depuis l'avènement de l'Euro et la création d'un marché financier en Euro qui dépasse les frontières des états membres de la zone euro.

C. Gestion des risques :

Qui dit économie globale dit risque global. Les régulateurs de marché se sont donc trouvés confrontés depuis deux décennies à la problématique de la gestion des risques par les acteurs de marché et de la stabilité du système financier.

On constate que les agences de notation sont devenues tellement incontournables que des régulateurs imposent leur utilisation aux acteurs de marché.

L'exemple le plus frappant en est l'évolution actuelle de la réglementation bancaire internationale. Ainsi, l'accord dit « Basle II » établi sous l'égide du Comité sur la supervision bancaire de la Banque des règlements internationaux (**BRI**) dont la fonction est d'une part d'agir de pivot pour les systèmes de transactions monétaires internationales ; et surtout d'être l'organisme de coordination entre les grandes banques centrales du monde, lesquelles en sont les actionnaires et forment son conseil d'administration, cet accord qui sera transcrit sous la forme d'une directive s'imposant aux banques de l'ensemble de l'Union européenne, fait de la notation financière des risques par une agence indépendante un instrument essentiel de la gestion du risque de crédit par les banques.

D. Critiques :

a) Impact négatif sur l'économie

Dans le cas d'une entreprise cherchant à se financer, la notation obtenue sera déterminante pour les conditions de l'opération. Que ce soit par financement bancaire ou par émission d'obligations sur le marché, plus la note sera élevée et plus l'entreprise trouvera des fonds bon marché à des taux d'intérêt faibles. A l'inverse, une mauvaise note signifiera un taux d'intérêt plus élevé et des difficultés pour mettre sur pied un financement. La différence de niveaux entre les taux d'intérêt constituera alors la prime de risque.

Le problème devient notamment important pour les Etats ou les sociétés situées dans la catégorie "spéculative". Les investisseurs institutionnels, principaux pourvoyeurs de fonds du marché, ne prennent pas de risques et n'investissent pas sur ce type de valeurs. Boucler une émission obligataire pour une telle société devient dès lors un casse tête.

Les notations financières sont devenues donc 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 l'Etat).

Certains parlent alors d'un cercle vicieux : le renchérissement du crédit pouvant rendre encore plus difficile la résolution des problèmes de l'entreprise, et en créant de nouveaux.

Cette critique deviendra de plus en plus aiguë avec le temps : la mise en vigueur de la nouvelle réglementation européenne sur la gestion des risques bancaires, en 2006, accroîtra vraisemblablement le différentiel de prime de risque selon la notation. Quoiqu'elle ne semble pas totalement dénuée de tout fondement lorsqu'on examine certains cas particuliers, il faut pourtant considérer que cette critique perd de vue l'objectif central d'une agence de notation, à savoir la dissémination d'une information financière objective qui, en permettant aux investisseurs de mesurer leur risque facilite la circulation des capitaux. Partant, l'existence des agences de notation indépendante est un facteur positif pour l'économie en général.

Par ailleurs, reprocher à l'agence de publier la note qu'elle croit exacte semble revenir à reprocher au thermomètre d'afficher la température du malade.

b) Qualité et Indépendance

Les agences de notation financière insistent sur le fait que leur notation est une **opinion**.

Outre que ceci leur assure une certaine protection légale du fait du premier amendement de la constitution américaine (liberté de parole), il est donc clair que les agences ne garantissent rien à personne.

Ceci signifie que les agences peuvent se tromper sans pour autant être responsables des dégâts.

On se rend bien compte ici d'une certaine fragilité dans le paradigme : les investisseurs investissent sur base de la notation, qui n'est qu'une opinion.

Dès lors, la question de la validité de l'opinion, de son sérieux, de son indépendance peut effectivement se poser... surtout après que les agences de notation aient maintenu une bonne notation pour Enron jusque quatre jours avant la faillite.

Tout le monde se souvient de la suite de scandales comptables qui a secoué le monde financier, dont le plus retentissant a été Enron, et qui ont coûté très chers notamment aux cabinets d'audit et aux banques d'affaires, convaincus de conflits d'intérêts.

Depuis 2003, le congrès américain enquête sur la question de savoir si les agences devraient ou non être réglementées.

Il est difficile de savoir quel sera le résultat de ce processus, cependant le gendarme des marchés américains, la toute-puissante Securities and Exchange Commission (SEC) semble opposée à ces mesures de contrôle.

Conclusion :

Dans ce travail, il a été question de déceler dans une première partie les grandes tendances du marché de la notation financière, en présentant ses origines et les facteurs explicatifs de son développement. Nous avons traité également les fondements économiques de l'existence des agences de notation, en insistant sur leur rôle essentiel en matière d'information financière. Nous avons examiné ensuite, afin de saisir l'ampleur de ce marché, les moyens mis en œuvre par les agences pour fabriquer une note et quelles sont les différentes formes de notation et les nouveaux métiers qui se développent à sa périphérie. Enfin, nous avons évoqué quelques critiques et réflexions concernant le marché de la notation en lui-même, notamment le fait que ce marché puisse être qualifié de monopole.

En effet, face à cet accroissement de l'influence et du pouvoir des agences de notation sur les modalités de financement et de croissance des entreprises cotées en Bourse, des voix s'élèvent pour dénoncer les insuffisances méthodologiques du processus de notation, pointer du doigt la soi-disant indépendance des analystes financiers qui notent les sociétés et critiquer l'inexistence d'un mode de régulation et de contrôle de l'activité de ces agences au niveau mondial ou du moins européen. En réponse à ces critiques et pour conserver la confiance que leur accordent les investisseurs qui sont leurs seuls clients, les agences de notation revendiquent l'aspect quelque peu subjectif de leurs notes qui restent de simples opinions et se montrent favorables à la mise en place d'un « code de bonnes pratiques » visant à faciliter, rendre plus lisibles et introduire plus de rigueur dans les relations entre les agences et les sociétés « demandeuses » de note. Le respect de ce code participerait au renforcement de la crédibilité des agences de notation compte tenu des efforts que devront fournir les entreprises en matière de transparence comptable et financière.