

LA NOTATION DES OBLIGATIONS : OUTIL D'ÉVALUATION DU RISQUE DE DEFAUT SUR LE MARCHÉ FINANCIER

ZERFA Zahia

RESUME

Les marchés de capitaux occupent de nos jours une place prépondérante dans la sphère financière du fait des divers moyens de financement qu'ils offrent aux Etats et entreprises d'un coté, et de la large gamme de produits de placement mis à la disposition des investisseurs d'un autre coté. Il existe, en effet, au niveau des marchés monétaire et financier une panoplie de titres financiers qui diffèrent suivant la durée et les risques dont notamment les obligations qui représentent des titres de créance d'une entreprise ou d'un gouvernement.

Le placement en obligation présente pour l'épargnant deux types de risque, en l'occurrence le risque systémique et le risque spécifique qui est constamment évalué par des organismes spécialisés à travers la notation du risque de défaut qui repose sur des méthodes et critères particuliers. Ce type de risque est représenté dans les cotes de crédit publiées par les agences de notation (Moody's, Standard & Poor's,...etc).

La notation permet de réduire l'asymétrie de l'information et a une influence notable sur le coût et la quantité du financement contracté par une organisation. Elle est devenue de ce fait un rouage essentiel des marchés financiers et un timbre exigé par tous les investisseurs.

Nonobstant, les agences de notation ont été souvent critiquées, plus particulièrement lors des dernières crises et ce pour leurs subjectivité et non indépendance.

INTRODUCTION

« Quand on parle d'économie, la notion de marché devient très vite incontournable »¹. En effet, le fonctionnement de l'économie est basé essentiellement sur l'échange des capitaux entre les agents à besoin et les agents à excédent de financement, ce qui a donné naissance dans un premier temps à la création des banques puis, par la suite, à la genèse et au développement des marchés de capitaux.

Depuis ces trente dernières années, le marché des capitaux (composé du marché monétaire et du marché financier) s'est considérablement développé, pour devenir un lien incontournable assurant une confrontation directe entre la demande et l'offre des capitaux des agents. « C'est à eux que les agents économiques recourent en priorité pour lever des fonds, gérer des portefeuilles, couvrir ou prendre des risques »².

Dans ce contexte, et parlant du marché financier, il existe deux principaux moyens qui permettent aux entreprises de se financer:

- L'émission d'actions qui représentent des titres de propriété;
- Et l'émission d'obligations, qui sont des titres de créance.

¹ « Pratique des marchés de capitaux ». BERNET-ROLLANDE (L)&CHANOINE (P). Edition DUNOD, Paris 2010, p1.

² « Marché des capitaux et techniques financières ». FERRANDIER (R) et KOEN (V).EDITION édition ECONOMICA Paris 1997.

A l'instar du marché des actions, le marché des obligations connaît, de nos jours, un essor fulgurant permettant aux entreprises d'y recourir pour lever les fonds nécessaires au développement et à l'expansion de leurs activités.

Différents types d'obligations sont disponibles. De prime abord, nous retrouvons les titres de dettes, émis par un État, qui occupent une place prépondérante sur le marché obligataire, ensuite, les obligations d'entreprises publiques ou privées.

Pour l'investisseur, l'obligation est un outil approprié pour percevoir des revenus réguliers, mais contrairement à l'idée générale que l'on se fait de ce produit, il n'est pas sans risque et plus particulièrement pour les obligations corporatives.

Les risques liés aux placements obligataires sont multiples, nous pouvons en citer le risque systématique, le risque de liquidité et le risque de défaut.

Dans ce cadre, le seul mécanisme de protection des investisseurs qu'est la sureté réelle ne semblait plus donner satisfaction et a laissé place à l'introduction de la notation financière censée mettre l'accent sur la qualité du crédit.

En effet, à travers des méthodes objectives et rigoureuses, la notation met en exergue le niveau de risque lié à chaque émetteur et fait régner la confiance entre investisseurs et entreprises émettrices d'obligations. Elle vient réduire l'asymétrie d'information entre les différents acteurs.

Pour ce faire, les agences de notation publient systématiquement et en continu à l'ensemble des investisseurs, leurs études et conclusions sur la qualité de crédit des émetteurs et des émissions.

1. LE MARCHE OBLIGATAIRE...COMPARTIMENT IMPORTANT DU MARCHE DES CAPITAUX

Le marché des capitaux est une source de financement direct qui met en relation les agents économiques à besoin de financement et les agents ayant des excédents de fonds désireux d'obtenir des placements rentables. Concrètement, les entreprises s'adressent aux investisseurs des marchés de capitaux par l'émission d'actions, d'obligations ou de titres à court terme. Ce rôle essentiel des marchés de capitaux permet alors de financer l'activité économique.

Le marché des capitaux se compose, suivant la durée, de deux principaux compartiments :

- Le marché monétaire destiné au financement des besoins à court terme
- Le marché financier destiné au financement des besoins à long terme.

1.1 Le marché monétaire

C'est le marché des capitaux à court terme appelé aussi « marché de la liquidité » où les agents économiques financiers ou non financiers ont la possibilité de financer leurs besoins de trésorerie. C'est sur ce marché que les institutions financière, Trésors nationaux, banques, gestionnaires de fonds, assureurs ainsi que les grandes entreprises se procurent des financements courts.

Le marché monétaire est segmenté en deux compartiments: le marché interbancaire et le marché des titres de créances négociables.

1.2 Le marché financier

Deuxième grand compartiment du marché des capitaux, il est défini comme étant le lieu sur lequel sont émis et échangés les valeurs mobilières à moyen et long terme dont les plus connues sont : les actions et les obligations.

Le marché financier se compose de deux sous-compartiments complémentaires, à savoir :

1.2.1. Le marché primaire, qui assure une fonction de financement de l'économie, c'est le marché sur lequel les titres neufs sont mis en vente.

1.2.2 Le marché secondaire « Bourse», qui représente le lieu d'échange des titres déjà émis sur le marché primaire. Il permet aux détenteurs de titres de les transformer en liquidités et de modifier la constitution de leurs portefeuilles.

Le marché financier se compose également, suivant la catégorie des titres émis, en marché des actions et marché des obligations.

1.3 Le marché obligataire

Le marché obligataire, dit aussi marché de la dette, est le compartiment du marché financier où sont échangés et négociés les titres de créances à moyen et long terme, à savoir «les obligations» qui peuvent être émises par l'Etat, les collectivités publiques, les entreprises et les institutions financières. Il s'adresse tant aux épargnants à la recherche de protection contre la volatilité des marchés, qu'aux gros investisseurs misant sur un revenu de placement garanti.

Deux types de marchés coexistent sur le marché obligataire : le marché primaire, et le marché secondaire qui se distinguent par des obligations récentes ou en négociation.

1.3.1 Le marché primaire

Appelé également « marché du neuf ou marché de l'émission », le marché primaire met en relation directe l'émetteur et le souscripteur de l'obligation. Les entreprises, l'Etat, les institutions financières, les collectivités publiques et les investisseurs se rencontrent pour la première fois sur ce marché lors d'une émission de titres obligataires neufs.

1.3.2 Le marché secondaire

Plus communément appelé bourse, la marché secondaire permet la liquidité des obligations déjà émises sur le marché primaire en assurant leurs négociation entre les différents investisseurs soit sur un marché organisé, soit sur un marché de gré à gré.

2. PLUSIEURS CATEGORIES D'OBLIGATIONS.... MAIS AUSSI DIFFERENTS RISQUES

« Très schématiquement, une obligation est un titre représentatif d'une fraction d'un emprunt émis par une société, une entité publique ou l'Etat. Son porteur reçoit périodiquement des intérêts calculés par rapport à la valeur nominale de l'obligation. Le principal peut lui, être remboursé in fine ou avant l'échéance finale »³.

³ « Marché de capitaux et techniques financières » : FERRANDIER (R) et KOEN (V), édition ECONOMICA, Paris 1997, p187.

Les obligations représentent des placements actifs, car leurs cours sont directement influencés par la fluctuation du taux d'intérêt sur les marchés financiers.

Il existe sur le marché obligataire une large gamme d'obligations qui se différencient par rapport aux caractéristiques de base à savoir : taux d'intérêt, échéance, mode de calcul des intérêts, remboursement et autres clauses contractuelles.

2.1 Les obligations d'Etat

Les obligations d'Etat sont communément définies comme étant des titres d'Etat émis en représentation d'emprunts à moyen et long terme, en vue de financer un déficit budgétaire ou de drainer l'épargne des ménages et autres agents économiques. Instruments couramment utilisés par le Trésor public, les obligations assimilables du Trésor sont négociables sur l'ensemble des marchés financiers. « Elles portent la meilleure signature du marché et constituent la référence pour le taux de l'argent sans risque »⁴.

2.2 Les obligations d'entreprises (Corporate)

Les obligations émises par les entreprises publiques ou privés peuvent revêtir plusieurs formes, dont :

- **Les obligations à taux fixe** : C'est le type d'obligations le plus connu et le plus utilisé sur les marchés financiers. L'obligation à taux fixe confère à son détenteur un revenu constant, pendant toute sa durée de vie et lui assure le remboursement du capital à échéance selon les modalités prévues au contrat d'émission.
- **Les obligations à taux variable** : Se sont des obligations qui procurent à l'investisseur un taux qui varie d'une année à une autre en fonction du taux en vigueur sur le marché. Dans la pratique, une partie du coupon est généralement fixe, l'autre varie selon le taux prévalant sur le marché.
- **Les obligations convertibles** : « Une obligation convertible est une obligation assortie du droit pour le porteur, pendant la période de conversion, de l'échanger contre une ou plusieurs actions de la société émettrice »⁵. La conversion représente dans ce cas un droit et non une obligation.
- **Les obligations à bons de souscription** : l'obligation à bons de souscription est avant tout une obligation classique à taux fixe à laquelle sont attachés un ou plusieurs bons. Ceux-ci donnent le droit de souscrire des actions nouvelles de la société émettrice à un prix et dans les conditions et les délais fixés par le contrat d'émission.
- **Les obligations à coupon zéro** : Se sont des obligations qui ne versent aucun coupon durant toute leur durée de vie. Toutefois le prix d'émission de l'obligation est inférieur au prix de remboursement afin de compenser l'absence de coupon.

2.3 Les risques liés aux obligations

Comme le dit le fameux dicton des marchés financiers : « il n'y a pas de repas gratuit », ce qui signifie que tout investissement rapportant de l'argent, peut aussi en faire perdre, d'où la

⁴ www.vernimmen.net

⁵ « Pratique des marchés de capitaux ». BERNET-ROLLANDE (L) et CHANOINE (P). Edition DUNOD. Paris 2010, p 119.

notion de risque qui se définit par J.P. Morgan⁶ comme étant l'incertitude qui existe quant à la valeur future de l'instrument financier.

En effet, L'investissement en obligations, comme tout autre titre, suppose le sacrifice d'une consommation immédiate certaine en échange d'une situation future incertaine. Il existe dans ce cadre, une multitude de risques liés à l'obligation et sont classés en deux catégories : les risques systématiques et les risques spécifiques.

2.3.1 Le risque systématique « risque marché »

Le risque systématique appelé également risque de marché, est le risque relié aux fluctuations des taux d'intérêt sur le marché, et ayant un impact sur le prix des obligations.

« Pour un titre, c'est le risque corrélé au marché. Il est dû à l'évolution de l'ensemble de l'économie, de la fiscalité, des taux d'intérêt, de l'inflation... Il affecte plus ou moins tous les titres financiers »⁷.

Les risques systématiques englobent principalement :

- Le risque de taux: ce risque concerne le degré d'exposition du porteur d'une obligation à l'évolution ultérieure des taux sur le marché. L'équation fondamentale de l'évaluation des obligations établit une relation inverse entre les taux d'intérêt (taux de rendement actuariel) et le prix des obligations. En effet, les fluctuations des taux d'intérêt sur le marché exposent le détenteur de l'obligation au risque de moins value en capital investi.
- Le risque de taux de change: Il concerne les obligations libellées en monnaie étrangères. Il traduit le fait qu'une baisse des cours de change puisse entraîner une perte du capital investi en obligations libellées en devises étrangères.
- Le risque d'inflation : Le risque d'inflation est le risque d'être remboursé dans une monnaie dépréciée, ce qui réduirait le taux de rendement. L'inflation implique par ailleurs des taux d'intérêt plus élevés, ce qui entraînerait une baisse du prix des obligations.
- Le risque politique : Il s'agit du risque lié à l'instabilité politique ou une décision du pouvoir politique.

2.3.2 Le risque spécifique

« Le risque spécifique est propre à chaque titre, il est indépendant du risque général du marché »⁸. Nous retrouvons dans cette catégorie, notamment :

- Le risque de défaut : appelé aussi risque de contrepartie, il s'agit du risque qu'un émetteur d'obligations manque à ses engagements de remboursement à échéance et le cas échéant de versement d'intérêts.
- Le risque de liquidité : On entend par liquidité, la facilité avec laquelle une obligation s'achète et se vend sans causer un changement significatif dans son prix. Le risque de liquidité est donc associé à l'incapacité, pour un investisseur, de réaliser cette opération. Ce type de risque est toutefois courant quand les obligations sont émises par de petites entreprises ou bien en faible quantité.
- Le risque de réinvestissement des coupons : Il représente le fait que le détenteur d'une obligation ignore à quel taux il va pouvoir réinvestir ces coupons et ce, sur toute la durée

⁶ John-Pierpont Morgan, dit J.P Morgan (1837-1913), était un financier et banquier américain basé à New York.

⁷ Lexique financier, site www.vernimmen.net

⁸ « Gestion obligataire: Rentabilité, stratégie et contrôle », De La BRUSHLERIE (H), édition Economica, Paris, 2002, page 59.

de détention de son titre. Seule l'obligation zéro coupon lui permet d'être protégé contre ce risque puisqu'il n'y a pas de coupons.

2.4 Risque de défaut et notation

Les émissions obligataires, sont confrontées, comme mentionné supra, à plusieurs types de risques, notamment le risque de défaut qui correspond à la difficulté de paiement « potentielle » de l'émetteur. Ce risque est dès lors présent pour des émissions autres que garanties par l'Etat.

L'objectif de tout investisseur étant d'optimiser son rendement par le choix des titres présentant les meilleures conditions sur le marché et de minimiser les risques auxquels ses obligations sont exposées, ce dernier ne cesse de s'interroger sur la qualité de crédit des émetteurs et des émissions. Comment savoir dans ce cadre, si l'entreprise est solide et solvable ou pas ?

Pour ce faire, il est indispensable de disposer de toute l'information concernant l'émetteur et puis de procéder à l'analyse de cette information afin de détecter les risques éventuels ; or l'investisseur ne dispose en général pas de l'expertise, des moyens et du temps qu'il faut pour analyser les informations d'une manière pertinente.

C'est dans ce contexte et vu l'importance accrue pour une bonne connaissance du risque de défaut, qu'est apparue la nécessité de la notation.

En effet, la notation des obligations est une méthode d'analyse permettant d'évaluer le risque de non paiement en temps et en heure de la totalité du principal et des intérêts relatifs à une obligation financière. Elle analyse à la fois la capacité et la volonté de l'emprunteur de remplir ses obligations contractuelles. La notation permet donc d'apporter une opinion sur le risque de défaillance des émetteurs d'obligations.

3. LA NOTATION : CARACTERISTIQUES ET PROCESSUS

Terme d'origine américaine « rating », la notation financière existe depuis longtemps aux États-Unis et s'est fortement développée ces vingt dernières années pour devenir une activité centrale pour les grands émetteurs, les investisseurs et les marchés financiers.

La notation des obligations est l'appréciation, en terme de risques financiers, de la qualité de l'émetteur de l'obligation. Elle constitue donc la mesure de la capacité et la disposition de la société émettrice à honorer ses obligations liées au service et au remboursement de la dette.

« La notation est une opinion indépendante et publique sur la qualité de crédit d'une entité »⁹. Elle est accordée pour la durée de l'émission de l'obligation mais est soumise à une surveillance continue qui peut entraîner une révision.

Il est toutefois indispensable de souligner que la notation n'est pas un instantané, un audit ou d'autant plus une recommandation d'acheter, de conserver ou de vendre une obligation donnée.

⁹ « La notation financière », DE POLIGNAC (J.F), Revue Banque Edition. Paris 2002, p19.

3.1 Les agences de notation

« Les agences de notation sont des organismes indépendants chargés d'évaluer la sécurité financière des entreprises, des banques, des compagnies d'assurance et même des Etats. Ils attribuent à chaque société une note qui mesure sa capacité d'emprunter»¹⁰.

En d'autres termes, le rôle d'une agence de notation est de mesurer le risque de non remboursement que présente l'émetteur des obligations.

Le concept d'agence de notation est loin d'être récent, ses origines remontent à la fin du XIX^{ème} siècle, lorsque les compagnies de chemin de fer américaines ont voulu lever des capitaux sur tout le territoire américain. Les investisseurs avaient besoin d'informations et de renseignements sur la solvabilité de ces compagnies, et c'est ainsi que des organismes indépendants se sont chargés d'évaluer le risque de défaut de ces dites compagnies et de publier des notes sur leurs aptitudes de rembourser les emprunts contractés.

Ainsi, la première agence fût créée par John Moody aux Etats-Unis, qui publia en 1909 le premier recueil de notation des obligations aux Etats-Unis. Il s'agissait de descriptions de sociétés de chemin de fer. Ce concept a évolué ensuite vers l'ensemble de la sphère financière où depuis le milieu du siècle dernier, les grandes agences de notation financière sont devenues des acteurs majeurs des marchés des capitaux.

Le rôle des agences de notation s'est fortement élargi ces vingt dernières années à des thèmes plus vastes que la notation des obligations pour atteindre la société mondiale. C'est ainsi que sont nées plusieurs agences de notation intervenant dans les domaines environnemental, éthique et développement durable.

Il existe, à l'heure actuelle, un grand nombre d'agences de notation qui exercent leurs activités au niveau local ou international couvrant tous les secteurs ou des secteurs particuliers. Les plus connues mondialement, qui couvrent pratiquement tous les pays et les acteurs du marché, sont au nombre de trois:

➤ **Standard and Poor's** : Acquis par le groupe McGraw-Hill en 1966, elle est issue de la fusion en 1974 de deux spécialistes de l'information : Poor's Publishing et Standard Statistic. Standard & Poor's compte des bureaux dans 23 pays et une histoire qui remonte à plus de 150 ans. Elle fournit aux investisseurs qui veulent prendre des décisions d'investissement plus éclairées de l'intelligence de marché sous la forme de notations de crédit, d'indices, d'évaluations d'investissement de recherche et des risques et des solutions¹¹.

➤ **Moody's** : Créée en 1909 par John Moody (1868-1958), Moody's Investors Service est cotée à la bourse de New-York depuis l'an 2000. L'agence note plus de 210 000 entités et constitue une composante essentielle des marchés de capitaux mondiaux, fournissant des cotes de crédit, des recherches, des outils et des analyses qui contribuent à la transparence et à l'intégration des marchés financiers.

➤ **Fitch Ratings**: « Ayant un double-siège à New York et à Londres avec 50 bureaux dans le monde, Fitch Ratings est une agence de notation mondiale dédiée à fournir une valeur au-delà de la cote par le biais des opinions de crédit indépendantes et prospectives, de

¹⁰ « La bourse, les stratégies gagnantes », édition Manerva, Genève, 2000, p10.

¹¹ <http://www.standardandpoors.com>.

recherche et de données, elle distribue également des notes, des recherches, des données financières et des outils d'analyse »¹².

3.2 Note et échelle de notation

La note peut être définie comme étant « l'appréciation par une agence de notation-économiquement et politiquement indépendante- du risque de défaut de paiement attaché à un emprunt déterminé »¹³.

La note est souvent exprimée sous forme de lettres allant de A à D, complétées de chiffres ou de signes (+) et (-). Elle permet de classer les obligations suivant les caractéristiques, les risques et les garanties que présente chaque émetteur. Les notes attribuées par chaque agence sont présentées sous forme de graduation sur une échelle ou grille de notes. Chaque note correspond en effet à un taux de défaut donné et devrait permettre aux investisseurs de se positionner sur le niveau de risque souhaité.

Chaque maison de notation possède sa propre échelle. Les grilles et échelles des trois principales agences citées ci-dessus, se présentent comme suit :

La solvabilité	Moody's	Standard & Poor's	Fitch Rating
Meilleure qualité (excellente capacité à rembourser la dette)	Aaa	AAA	AAA
Haute qualité (très forte capacité à rembourser la dette)	Aa	AA	AA
Qualité moyenne supérieure (forte capacité à rembourser un prêt)	A	A	A
Capacité moyenne à rembourser; n'ayant pas valeur d'investissement	Baa	BBB	BBB
Qualité moyenne inférieure (quelque peu spéculatif, exposition au risque)	Ba	BB	BB
Qualité inférieure (spéculatif, exposition au risque)	B	B	B
Mauvaise qualité (risque de non-paiement)	Caa	CCC	CCC
Hautement spéculatif	Ca	CC	CC
Aucun intérêt payé ou déclaration de faillite enregistrée	C	D	D
En défaut	C	D	D

Source : « Je m'appelle « Bond » – « Corporate Bond » Les Obligations Privées.
Janvier 2011

De manière générale, on considère, à partir du tableau ci-dessus, que du AAA au A, les investissements sont sécurisés ; du BBB au B, ils sont considérés comme spéculatifs ; du CCC au C, l'entreprise est en risque de défaut ; et une notation du DDD au D traduit une situation de faillite de l'emprunteur.

3.3 Le processus de notation

¹² <http://www.fitchratings.com>.

¹³ « Dictionnaire des marchés financiers », édition De Boeck Université, Bruxelles 2006, p34

Le processus de notation est complexe car il se base sur plusieurs critères et indicateurs, qui se décomposent eux-mêmes en sous-indicateurs, qu'il convient de classer et de pondérer à l'aide d'un modèle mathématique de notation, pour obtenir une note finale.

Même si les échelles de notation diffèrent d'une agence à une autre, le processus de notation suit pratiquement une logique semblable pour tous.

3.3.1 Les principes généraux de la notation

Il s'agit en effet d'une exigence de l'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs). Celle-ci a adopté en septembre 2003 une série de principes généraux applicables aux agences de notation. Ce sont des principes qui sont destinés à renforcer l'intégrité du processus de notation, ce qui devrait contribuer à une grande indépendance de leur analyse.

Ils portent sur quatre grands thèmes.

- La qualité et l'intégrité du processus de notation : il s'agit de produire une opinion sincère et fiable.
- L'indépendance : Ce principe fait obligation à l'agence d'éviter toute activité, procédure ou relation qui peut compromettre son indépendance et l'objectivité du processus de notation.
- La transparence : Les méthodes de notation ont toujours été qualifiées comme étant « des boîtes noires » non accessibles aux personnes extérieures à l'agence. L'exigence de transparence concernant les méthodes employées par les agences pour l'attribution des notes ou leur révision est l'une des principales préoccupations des autorités nationales, européennes et internationales.
- La confidentialité : Ce principe concerne principalement les employés des agences de notation qui sont tenus de garder le secret concernant les informations non publiques dont ils ont pris connaissance dans le cadre de leur travail et les informations qui leur ont été transmises par les dirigeants lors de l'enquête.

3.3.2 Les critères de la notation

Les critères sur les quels se basent les agences de notation dans le processus de notation, diffèrent suivant l'entité analysée : entreprise, Etat ou opération.

S'agissant de la notation des obligations, nous pouvons classer ces critères en deux principales catégories :

- Les critères quantitatifs : concernant notamment, la croissance des revenus, la rentabilité opérationnelle, la progression du cash flow relativement aux investissements réalisés, l'endettement financier, la couverture des charges d'intérêt par le résultat opérationnel, l'identification des besoins de liquidité, etc...
- Les critères qualitatifs : il s'agit principalement de la qualité des dirigeants et de la gestion de l'entreprise, de la stratégie suivie, des risques et opportunités liées à l'environnement et du Soutien des actionnaires et/ou de l'Etat.

3.3.3 La méthodologie utilisée par les agences de notation

Afin de procéder à la notation de leurs clients, les agences de notation se lancent dans une procédure complexe qui commence dès le premier contact avec la société émettrice.

Une fois l'agence s'assure de la recevabilité de la demande de l'entreprise, elle entame le processus de notation qui se décompose en plusieurs étapes liées et complémentaires.

La notation peut être demandée par l'émetteur ou déclenchée par l'agence de notation. Dans les deux cas le processus utilisé est le même et suit les étapes ci-dessous :

- 1- La collecte des informations :

Le processus de notation commence par la phase de documentation qui consiste à regrouper toutes les informations concernant l'entreprise. Il s'agit d'une part, d'informations publiques données par l'entreprise à partir des états financiers et comptes de gestion, supposés présenter une image fidèle de l'entreprise. L'agence recueillera aussi des informations à partir d'entretiens avec la direction générale et certains partenaires de l'entreprise telles les banques, d'autre part.

2- La phase d'analyse :

Une fois toute la documentation collectée, les analystes procèdent au traitement et à l'analyse approfondie de l'information. Une analyse SWOT présentant les points faibles et les points forts de l'entreprise (diagnostic interne) ainsi que les opportunités et les menaces (analyse externe) est dégagée à partir d'un examen délicat. L'accent est aussi mis sur les perspectives de l'évolution future de l'entreprise.

3- La phase de notation :

Une fois l'analyse accomplie, un comité de notation indépendant est constitué par l'agence, auquel est transmis un rapport de notation en vue d'attribuer une note à l'émetteur et/ou à ses émissions de titres.

4- La phase de publication :

Après que le comité de notation est donné son avis final, sa décision est notifiée à l'entreprise intéressée avec les explications et justifications utiles. La note est par la suite publiée, à travers le réseau d'information de la Bourse, dans les publications régulières des agences et dans la presse financière.

5- La phase de suivi :

Les notes publiées par l'agence font l'objet d'un suivi permanent. Une fois la note attribuée, l'agence procède donc au suivi de l'entreprise pendant toute la durée de l'opération d'emprunt, et ce, à partir des documents comptables et informations fournis par l'entreprise concernée et grâce aussi à un suivi continu du marché et de son secteur d'activité.

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.

Pendant plus d'un demi-siècle, les agences de notation étaient financées par les investisseurs qui payaient pour obtenir les notes des émetteurs. Désormais, l'émetteur qui désire être noté rémunère l'agence pour ses services. Les notations non sollicitées s'appuient sur des informations publiques.

4. NOTATION ET MARCHE FINANCIER : QUEL IMPACT ?

4.1 Rôle et importance pour les différents acteurs

Ayant pour effet de guider les investisseurs et organismes règlementaires quant à la solvabilité et l'exposition au risque, les notes des obligations et émetteurs sont d'une importance capitale pour le marché financier.

« En effet, la notation comble au moins partiellement le déficit de l'asymétrie d'information entre les prêteurs et les investisseurs »¹⁴. À travers les données comptables et financières collectées par les experts de notation et les différentes entrevues réalisées avec les gestionnaires et les différents acteurs de l'entreprise, les agences de notation disposent d'une qualité d'information inégalée qu'elles synthétisent et sanctionnent par une simple note qui est utile à tous les acteurs et intervenants du marché financier.

¹⁴ « La notation financière », Jeanne-Françoise de Polignac, Revue Banque Edition.2002 p13.

A cet égard, les avantages généraux que présente la notation au niveau des marchés financiers sont:

- Pour les investisseurs : la notation constitue pour l'investisseur en titres de créance une aide précieuse à la prise de décisions d'investissement. Elle lui permet de bénéficier d'une meilleure information et, donc d'une meilleure connaissance de la qualité des émetteurs qui permet d'ajuster la rémunération en conséquence.

- Pour les émetteurs : étant une évaluation indépendante et objective de la solvabilité d'une entreprise, la notation peut procurer divers avantages à l'émetteur en lui permettant d'améliorer son image de marque auprès des investisseurs et des institutions de financement, d'attirer ainsi plus d'investisseurs nationaux et étrangers, d'augmenter la liquidité de ses titres et d'émettre sur les marchés internationaux.

Une bonne note permettra aussi à l'entreprise d'émettre avec une prime de risque réduite et donc une diminution du coût de financement. Plus la note attribuée est élevée, plus il est facile pour l'entreprise de trouver des fonds bon marché.

- Pour les autorités de contrôle et le marché dans son ensemble : la notation facilite le développement de marchés financiers plus profonds, plus transparents et plus liquides. La diffusion d'une opinion indépendante basée sur une analyse critique basée sur des données quantitatives et qualitatives permettra de sécuriser les intervenants et de renforcer la transparence en complétant l'information déjà existante publiée et exigée par l'autorité du marché.

C'est ainsi que la notation financière est devenue un indicateur incontournable du risque de défaut d'un émetteur. Actuellement la quasi-totalité des émetteurs bancaires industriels et commerciaux ont recours à la notation.

4.2 Impact du changement des notes sur les prix des obligations

Les décisions des agences de notation font l'objet d'une attention accrue de la part des différents agents économiques (entreprises, investisseurs, organismes officiels), car elle constitue une aide précieuse à la décision pour l'investisseur désireux d'adapter ses interventions à une stratégie précise d'exposition au risque.

Dans un premier temps, lorsque l'entreprise cherche à se financer, la notation obtenue sera déterminante pour les conditions de l'opération, plus la note est élevée, plus l'entreprise trouvera des fonds bon prix à des taux d'intérêt faibles. Au contrario, une mauvaise note signifiera une prime de risque et un taux d'intérêt plus élevés, donc des difficultés pour mettre sur pied un financement.

Par ailleurs, en ce qui concerne l'impact de la notation sur les cours de bourse, toutes les études d'évènements et les expériences ont démontré qu'il existe une réaction directe des marchés boursiers aux modifications des notes attribuées, à savoir que le cours d'une obligation diminue en cas de baisse de note, alors que la réaction est nulle en cas d'annonce neutre ou positive.

La révision d'une note à la baisse ou à la hausse modifie le comportement des investisseurs et leur capacité à prendre des risques. Lorsqu'une agence dégrade la note d'un émetteur, les

investisseurs se trouvent alors obligés de se débarrasser des titres pour respecter le niveau de risque défini et vis vers ça.

4.3 Limites de la notation

La dernière crise financière internationale a provoqué assez de débats et de controverses quand à la responsabilité des différents acteurs dans son origine, notamment celle des agences de notation qui sont sensées évaluer le risque de défaut lié aux émetteurs d'obligations et emprunteurs sur le marché.

En effet, le rôle des agences de notation s'est fortement renforcé ces dernières années pour répondre au besoin croissant des investisseurs de faire face à l'asymétrie informationnelle en matière de mesure de risque mais on leur reproche au même temps le fait qu'elles soient juge et partie d'un côté, puisqu'elles sont payées par ceux dont elles notent les titres et puis on les critique pour être des "boîtes noires" d'un autre côté, dans la mesure où elles révèlent peu leurs méthodes d'évaluation. La faible transparence des agences sur leurs méthodes de notation empêche les investisseurs de se poser les bonnes questions et d'apprécier eux-mêmes le risque.

Dans la crise des subprimes qui a frappé l'ensemble de l'économie mondiale on accuse les agences de notation de ne pas bien avoir estimé les risques relatifs aux produits financiers structurés. Elle ont en effet accordé des notes AAA à ces instruments innovateurs qui représentaient un risque de non remboursement des intérêts et de la dette même. Les investisseurs faisaient confiance aux jugements et appréciations de ces agences, et se sont donc sentis encouragés à acheter ces produits structurés, sans évaluer correctement les risques impliqués.

Par ailleurs lorsque le marché de l'immobilier résidentiel, et donc la valeur des obligations hypothécaires (Mortgage Obligations) sous-jacentes, s'est dégradé, les agences de notation n'ont pas reflété rapidement ce changement dans leurs évaluations, elles n'ont pas dégradé les notes des titres de créance hypothécaires. Elles ont ensuite aggravé la crise en ne réagissant par des dégradations de grande ampleur qu'après que le marché s'est effondré.

Enfin, la crise des subprimes, les scandales ENRON, AHOLD et PARMALAT ont montré les insuffisances dans les jugements et notes accordées par les agences de notation en portant atteinte à l'information sur le risque que diffusaient ces dernières.

CONCLUSION

A travers ce modeste article, il apparait clairement que le développement des marchés financiers et plus particulièrement le marché obligataire, qui représente une bonne partie de l'activité du marché financier, est indissociable du développement de l'évaluation du risque de défaut à travers la notation.

En effet, depuis près de deux décennies, de nouveaux organismes sont venus contribuer à la régulation des compartiments boursiers obligataires : les agences de notation. La notation des titres de créance est devenue de ce fait un label exigé par tous les investisseurs, notamment pour les titres émis par des sociétés non encore bien connues sur les marchés.

Il est à noter dans ce cadre que la notation constitue une opinion indépendante de l'agence sur la capacité d'un émetteur à assurer à l'échéance le paiement du principal et de l'intérêt liés à un titre de créance et non une recommandation d'achat. Les bénéfices de la notation sont multiples: pour les institutions émettrices, pour les investisseurs et pour les autorités de marché.

La croissance et la modernisation des marchés financiers, la création de nouveaux produits, le décloisonnement et la transparence des marchés n'auraient pu être possibles sans l'acceptation très large de la notation des créances qui permet à tous les investisseurs en titres de dettes de communiquer rapidement et avec plus d'efficacité.

Ceci dit, la notation ne peut être considérée comme une science exacte, elle peut être faillible dans certains cas et circonstances. Aussi, elle ne doit se baser sur des données figées dans un marché qui est en perpétuelle évolution.

BIBLIOGRAPHIE

- ANTOINE (J) & CAPIAU-HUART (MC) : « *Dictionnaire des marchés financiers* », édition De Boeck Université, Bruxelles 2006.
- BERNET-ROLLANDE (L) et CHANOINE (P): « *Pratique des marchés de capitaux* », édition DUNOD, Paris 2010.
- CHOINEL (A): « *Le marché financier, structures et acteurs* », édition revue banque, Paris 2002.
- COMPIN (F) : « *La régulation mondiale de l'économie : enjeu ou utopie* ». Les mardis de DOISNEAU. <http://www.alertelangagecomptable.fr/contenu/index.html>
- DE LA BRUSLERIE (H) : « *Analyse financière et risque de crédit* ». Edition DUNOT, Paris 1999.
- De La BRUSLERIE (H): « *Gestion obligataire: Rentabilité, stratégie et contrôle* ». Edition Economica, Paris, 2002.
- DE POLIGNAC (J.F): « *La notation financière, l'approche du risque du crédit* ». Edition revue banque, Paris 2002.
- DOUHANE (A) : « *Vademecum de la bourse et des marchés financiers* ». Edition Afarnaud franel. Canada 2000.
- DUFIL (S) : « *obligation à coupon zéro* ». <http://www.edubourse.com/lexique/obligation-coupon-zero.php>. Le 26/11/2010.
- FERRANDIER (R) et KOEN (V): « *Marché de capitaux et techniques financières* ». Edition ECONOMICA, Paris 1997.
- HAND (J), HOLTHAUSEN (R)&LEFTWICH (R), “*The Effects of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices*”, The Journal of Finance, vol. 47,1992, p. 733-752.
- KARYOTIS (D): « *La notation financière, une nouvelle approche du risque* ». Edition revue banque, Paris, 1995.
- KOLIFRATH (G) & JOURNAL (T): « *Marchés monétaire et obligataire* », tome1, revue banque édition, Paris 2002.
- RAIMBOURG (P) :« *Les enjeux de la notation financière* », Revue française de gestion 6/2003 (no 147), p. 67-76. URL: www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2003-6-page-67.htm.
- RAIMBOURG (P): « *Les agences de rating* », édition ECONOMICA, Paris 1990.
- SHUREL (J): « *La bourse, les stratégies gagnantes* », édition Manerva, Genève, 2000.
- SIMON (Y): « *Encyclopédie des marchés financiers* ».Edition Economica, Paris, 1997.
- VERNIMMEN (P) : « *Lexique financier* ». www.vernimmen.net
- VERNIMMEN (P): « *Finance d'entreprise* ». Edition DALLOZ, Paris 2007.
- Analyse libérale : Les agences de notation et la crise financière. <http://economie-analyses-actualites-opinions.over-blog.com/article-30064188.html>. Le 09/04/2009.
- <http://www.fitchratings.com>.
- <http://www.moody's.com>.
- <http://www.standardandpoors.com>.