

# LA NOTATION FINANCIÈRE : QUAND UNE INFORMATION DEVIENT UN INSTRUMENT DE DÉCISION

DANIEL KARYOTIS \*

**L**e développement spectaculaire des marchés financiers depuis dix ans est un fait majeur dans l'histoire économique de la France. Prenons conscience qu'en l'espace de dix années seulement ont été successivement créés : le second marché (1983), les titres de créances négociables (1985), le MATIF (1986), le MONEP (1987), les BMTN (1992) ou encore le Nouveau Marché en 1996.

Face à tel déferlement d'innovations financières, les investisseurs ont recherché une information financière de plus en plus pointue susceptible de les orienter dans leur choix d'investissement. C'est dans ce contexte particulier qu'a été créée la première agence de notation française, l'Adef (agence d'évaluation financière) en 1986, reprise quelques années plus tard par Standard and Poor's, principale agence de notation américaine avec Moody's.

57

## *Rôle de la notation dans le développement des marchés financiers français*

Dix années de pratique de la notation nous permettent aujourd'hui de penser que le développement de la notation a été utile à trois populations distinctes : les autorités de tutelle, les investisseurs et les émetteurs.

### *Les autorités de tutelle face au développement du marché des titres de créances négociables*

Face à un accroissement quasi-exponentiel du nombre d'émetteurs, plus particulièrement sur le marché monétaire, les autorités de tutelle (Commission bancaire, Commission des opérations de bourse, Banque de France) n'avaient pas, entre 1986 et 1990, les moyens nécessaires et suffisants pour maîtriser la solidité et la solvabilité financière de toutes ces nouvelles entités émettrices.

---

\* Directeur à la Caisse d'Épargne Champagne Ardenne. Intervenant en finances à Sup de Co Reims. Directeur du développement à la Caisse d'Épargne Champagne-Ardenne. Auteur du livre La notation financière, une nouvelle approche du risque, paru à la Revue Banque en 1995.

Aussi, l'obligation de notation pour tous les titres de créances négociables d'une durée supérieure à deux ans a eu de facto un double effet positif :

— Accroître la sécurité du marché

La diffusion d'une opinion, librement exprimée sous forme d'une notation par une agence indépendante, a sécurisé tous les intervenants. Le dépôt de bilan en 1987 d'une société émettrice de billets de trésorerie, la SFEC (Société Française d'Extrusion et de Calandrage) a incité davantage tous les investisseurs à être plus vigilants sur la qualité des titres. Dix ans plus tard, les exemples récents du Crédit Lyonnais, du Comptoir des Entrepreneurs ou encore du Crédit Foncier de France ont renforcé cette « psychose » des marchés.

— Diffuser une information supplémentaire

Le développement des marchés financiers passe par une plus grande transparence, une grande visibilité des comptes des entreprises. La notation est ainsi un complément précieux aux informations financières déjà existantes, qu'elles émanent de la Commission bancaire (ratios prudentiels) ou de la Commission des opérations de bourse (notices d'informations). Pour une totale transparence de l'information, on regrettera cependant que la publication des notes ne soit pas obligatoire et que le marché n'ait pas connaissance des notes spéculatives délivrées par les agences de notations et refusées par les émetteurs.

58

### *Les investisseurs*

Les investisseurs, au travers de la notation, bénéficient d'une meilleure information et, donc, d'une meilleure connaissance de la qualité des émetteurs. Pour eux, elle est d'autant plus utile que :

— c'est une information « sans frontière », la notation des grandes agences étant considérée comme un label international ;

— c'est une information générale qui intègre tous les aspects de l'émetteur et qui n'est pas la seule lecture d'une série de ratios financiers savamment sélectionnés ;

— c'est une information comparative : une notation est établie à partir d'une échelle déterminée et, par conséquent, elle est toujours délivrée en tenant compte des autres notations ;

— c'est une information « à but non lucratif » car elle ne débouche pas sur une recommandation d'achat ou de vente.

### *Les émetteurs*

Les émetteurs peuvent retirer cinq avantages d'une notation : augmenter la liquidité de leurs titres, attirer des investisseurs étrangers, émettre sur les marchés internationaux, accroître leur notoriété et enfin faciliter leur indépendance financière :

— Augmenter la liquidité des titres

Les effets d'une notation sont souvent recherchés au moment de l'émission. Cependant, si une bonne notation attire logiquement des investisseurs au moment de l'émission, elle les conduit également à s'intéresser aux titres déjà émis par l'émetteur. Les effets sont donc réels sur le marché secondaire et un émetteur peut ainsi fortement améliorer la négociabilité de ses titres. Il peut ainsi réaliser une gestion plus active de sa dette (accroissement de la profondeur du marché, mise en place d'une technique d'assimilation..).

— Attirer des investisseurs étrangers

L'interconnexion des places financières internationales a accru fortement la mobilité des capitaux et le développement des marchés français a attiré des masses importantes de capitaux étrangers. On estime aujourd'hui qu'un tiers des titres ait déteu par des non-résidents.

Cependant, les investisseurs américains ou japonais, rompus aux pratiques de la notation, exigent sur leur marché domestique une notation, voire une double notation pour les titres achetés. Une notation délivrée par Standard and Poor's et Moody's étant reconnue sur tous les marchés internationaux, les émetteurs français trouvent ainsi une opportunité de placer leurs titres auprès de cette catégorie d'investisseurs.

— Emettre sur les marchés internationaux

Cet avantage concerne essentiellement les économies qui ne disposent pas de marchés domestiques suffisamment liquides. La France en fait partie, le marché obligataire notamment étant trop étroit et concentré sur un nombre limité d'émetteurs (SNCF, EDF, Caisse de Refinancement Hypothécaire...).

Bénéficier d'une bonne notation permet ainsi d'accéder plus facilement aux marchés internationaux. Ainsi, le Crédit local de France (AA+ chez Standard and Poor's, Aa1 chez Moody's) émet traditionnellement davantage sur le marché de l'eurofranc que sur le marché domestique. Dans ce cas précis, il est incontestable que les facilités de placement du « papier CLF » sont liées, certes à une présence ancienne sur les marchés, mais surtout à la notation obtenue.

— Accroître sa notoriété et son image

Le développement de l'information financière a été progressivement imposée par la Commission des opérations de bourse. La notation fait aujourd'hui l'objet d'une large diffusion auprès de la presse spécialisée (les Echos, l'Agefi, Option Finance...) et elle est transmise également par les canaux de Reuter et Telerate. Les retombées sont donc réelles pour un établissement noté.

— Faciliter son indépendance financière

L'accès direct des entreprises aux marchés de capitaux, et au marché monétaire en particulier (création des billets de trésorerie en 1985),

permet à une entreprise d'être plus indépendante vis à vis de ses banquiers traditionnels et de ne plus passer systématiquement par leur intermédiaire (ce que l'on appelle la désintermédiation financière). En outre, même si l'entreprise ne souhaite pas se financer uniquement sur les marchés financiers, elle renforce son pouvoir de négociation vis à vis de son banquier.

### *La notation : une information dont la fiabilité est avérée*

Dans ce chapitre, nous examinerons la fiabilité d'une notation dont les limites seront abordées ultérieurement. Même si elle n'est qu'une opinion, la notation est davantage qu'une simple information pour l'investisseur : c'est une appréciation sur la solvabilité financière d'un émetteur. La fiabilité d'une notation peut être appréciée à partir d'une analyse réalisée sur les défaillances constatées sur les marchés monétaire et obligataire.

### *Défaillances enregistrées sur le marché du « commercial paper » et sur le marché obligataire*

Sur le marché du « commercial paper », huit défaillances importantes ont été enregistrées.

60

Tableau 1 :  
*Défaillances sur le marché du « commercial paper »*

Emetteurs	Date de défaillance	Marché	Montant (en million \$)
DFC New Zealand Ltd	03/10/89	ECP (1)	270
Drexel Burnham Lambert Group	13/02/90	ECP USCP (2)	30,5 125,0
Mortgage & Realty Trust	15/03/90	USCP	166,9
Codec	01/04/90	FfCP (3)	66
Washington Bancorp	11/05/90	USCP	36,7
Stotler Group	25/07/90	USCP	0,75
Olympia & York	11/03/92	Canada	614
UNI Storebrand	25/08/92	Norvège	288

Source : Moody's

(1) ECP : Euro-commercial paper.

(2) USCP : US commercial paper.

(3) FfCP : French commercial paper.

En France, en dehors de la société Codec, une autre défaillance a été enregistrée avec la SFEC en 1987. On constate avec satisfaction qu'aucune de ces sociétés défailtantes n'était notée par Moody's ou Standard and Poor's. Sur le marché domestique des billets de trésorerie, la qualité des émetteurs (Total, LVMH, France Telecom ou encore la SNCF..) limite sensiblement le risque de défaillance.

*Le marché obligataire*

Comme sur le marché monétaire, au cours des dix dernières années, le marché obligataire a été fragilisé par un certain nombre de défaillances. Cependant, selon une étude réalisée par Standard and Poor's (« 1993 corporate default, rating transition study results ») portant sur 4 160 émetteurs de programmes à long terme, le nombre de défaillances a fortement diminué depuis 1991 :

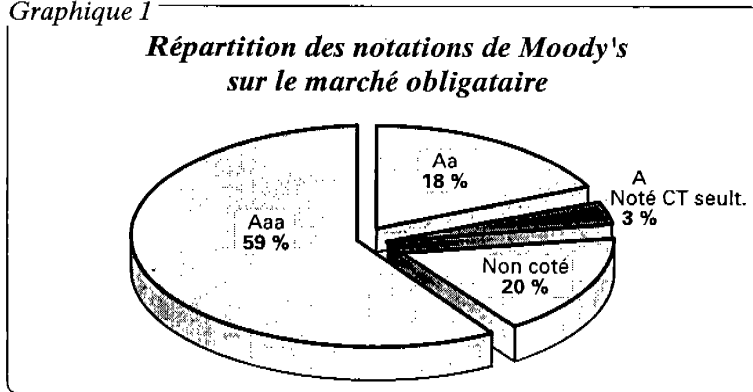
- 88 défaillances en 1991 ;
- 31 défaillances en 1992 ;
- 15 défaillances en 1993.

Sur le marché domestique, les trois plus importantes défaillances ont porté sur :

- Codec pour 100 millions de francs liés à une émission de titres participatifs ;
- Creusot-Loire pour 395 millions de francs ;
- Amrep pour 115 millions de francs.

Là encore, aucune de ces sociétés n'était notée par Moody's et Standard and Poor's, ce qui n'est guère surprenant quand on analyse la répartition des notations de Moody's sur le marché obligataire :

Graphique 1



Source : Moody's

En 1992, 77 % des notations de Moody's sur le marché obligataire domestique se situaient au niveau « Aaa-Aa ». Cette répartition reflétait la qualité des émetteurs français, principalement des entreprises publiques (SNCF, EDF...). Aucun emprunt n'était affecté d'une notation spéculative, « Ba » ou « B ».

#### *Corrélation entre le risque de défaillance et la notation*

Selon des études statistiques réalisées par Standard and Poor's et Moody's, le taux de défaillance est corrélé presque linéairement à la notation obtenue :

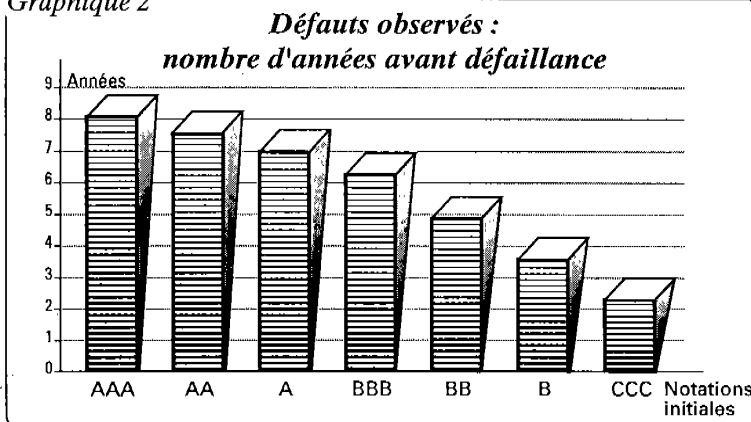
Tableau 2 :  
*Corrélation entre le risque de défaillance et la notation*

Rating	1 <sup>ère</sup> année	5 <sup>e</sup> année	10 <sup>e</sup> année	15 <sup>e</sup> année
AAA	0	0,34	0,72	0,97
Aa	0,06	0,41	0,60	0,74
A	0,05	0,58	1,08	1,16
Baa	0,28	1,09	1,86	1,48
Ba	1,87	5,90	6,48	2,89
B	4,93	7,24	7,52	5,16

Source : Moody's

62

Graphique 2



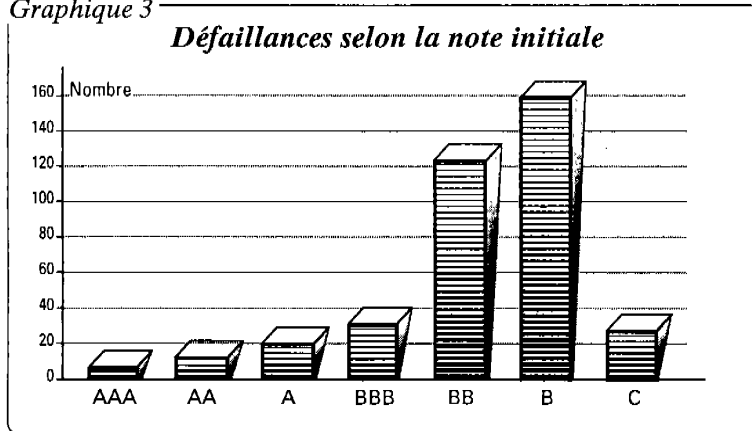
Source : Standard & Poor's

Une autre étude de Standard and Poor's fait ressortir qu'un émetteur noté « AAA » n'est, en moyenne, défaillant qu'au bout de huit années seulement :

Ces tableaux mettent en lumière plusieurs éléments.

— Plus la note est élevée, plus la probabilité de défaillance est faible. Là encore, l'étude de Standard and Poor's confirme de facto cette relation :

Graphique 3



Source : Standard & Poor's

— Plus la note est basse, plus le laps de temps est court entre la dernière note attribuée et la date de défaillance. Une cassure très nette s'opère entre les titres d'investissement et les titres spéculatifs. Entre une notation « AAA » et « BBB », le délai est compris en moyenne entre six et huit ans. Pour une notation « BB », celui-ci tombe brusquement à cinq ans.

Tableau 3 :  
*Nombre d'années écoulées entre la notation et la défaillance  
de paiement (par catégories de notes)*

Notation d'origine	Nombre de défaillances	Nombre d'années de la notation	Dernière note avant la note « D »	Nombre de défaillances	Nombre d'années écoulées depuis la dernière note
AAA	2	8,2	AAA	0	NA *
AA	9	7,7	AA	0	NA
A	18	7,0	A	0	NA
BBB	29	6,3	BBB	5	1,8
BB	125	4,9	BB	15	2,5
B	26	2,4	CCC	206	0,6
CCC	369	4,5		369	1,2

Source : Standard & Poor's

\* NA : Non applicable.

— Plus une notation est élevée, plus sa stabilité est importante. Selon Standard and Poor's, un émetteur noté « AAA » a une probabilité de 65 % de conserver cette note trois ans plus tard. Parallèlement, pour un émetteur noté « BB », cette probabilité tombe à 36 %. De surcroît, quand on analyse les perspectives d'évolution de cette notation, la probabilité d'un déclassement est plus forte que celle d'une revalorisation de la note (13,8 % contre 12,4 %).

64

Tableau 4 :  
*Analyse de l'évolution des notes sur trois ans,  
note au début de la période  
(Note à la fin de la troisième année (en %))*

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D	NN
AAA	64,84	24,18	2,94	0,58	0,44	0,12	0,00	0,00	6,90
AA	2,27	68,64	17,39	3,04	0,80	0,69	0,06	0,18	6,94
A	0,12	6,53	66,62	12,99	2,82	1,37	0,17	0,34	9,04
BBB	0,27	0,84	13,87	53,00	10,35	3,77	0,92	1,21	15,78
BB	0,12	0,30	2,03	12,42	36,30	13,77	2,09	7,04	25,92
B	0,00	0,14	0,89	2,01	9,43	37,33	4,20	15,78	30,22
CCC	0,19	0,00	0,85	5,44	4,09	13,33	23,09	28,22	24,80

Source : Standard & Poor's

NN : Non noté.



— Les défaillances sont réparties inégalement entre les différents secteurs. Ainsi, pour le secteur « Energie et ressources naturelles », le taux de défaillance atteint 16,7 %. Le plus grand nombre de défaillances est enregistré sur le secteur des biens de consommation et des services (84 défaillances contre 13 en 1992) :

Tableau 5 :  
*Taux de défaillances par industrie*

	1981-1983			1992		1993	
	(1)	(2)	(3)	(2)	(3)	(2)	(3)
Aéronautique/automobile, biens investissements, métallurgie	506	51	10,08	4	0,79	4	0,8
Informatique/bureautique, haute technologie	236	19	8,05	2	0,85	3	1,3
Biens de consommation, services	682	84	12,32	13	1,91	3	0,4
Médias, loisirs	341	53	15,54	4	1,17	2	0,6
Chimie, pharmacie	261	14	5,36	1	0,38	0	0,0
Matériaux de construction, prod. forestiers, construction	174	23	13,22	1	0,57	0	0,00
Energie, ressources naturelles	263	44	16,73	2	0,76	2	0,8
Producteurs d'énergie	354	11	3,11	3	0,85	0	0,00
Télécommunications	89	4	4,49	0	0,00	0	0,0
Transports	222	21	9,46	0	0,00	0	0,00
Institutions financières	609	33	5,42	5	0,82	1	0,2
Assurance, immobilier	569	19	3,34	1	0,18	0	0,00
<i>Total</i>	<i>4 306</i>	<i>376</i>		<i>36</i>		<i>15</i>	

65

Source : Standard & Poor's

- (1) Nombre d'émetteurs.  
(2) Nombre de défaillances.  
(3) Taux de défaillances.

En conclusion, et à l'appui de ces quelques éléments, on peut estimer que la notation est fiable sans être tout à fait efficiente. Dans ces conditions, comment expliquer par conséquent les critiques virulentes subies depuis plusieurs années par les agences de notation aussi bien en France qu'aux Etats-Unis ?

*La notation : une information nécessaire mais pas suffisante*

La conjonction de plusieurs facteurs nous permet de mieux comprendre ce paradoxe.

*Au fil des ans, la notation est devenue progressivement un instrument de décision*

C'est le coeur du problème. Les investisseurs arrêtent aujourd'hui leur choix d'investissement en fonction de la notation obtenue par l'émetteur. Cette situation est dommageable pour trois raisons essentiellement. D'une part, ce serait oublier que la notation n'est qu'une information parmi d'autres et qu'elle ne doit pas « cannibaliser » les autres canaux d'information (notices COB, études des analystes financiers, informations quotidiennes délivrées par les journaux spécialisés ou par Reuter et Telerate..).

D'autre part, un investisseur doit rechercher l'information spécifique qui conditionne son choix d'investissement. La notation donne une information générale sur l'émetteur. Or, un investisseur peut sélectionner un titre en fonction par exemple de son comportement boursier ou encore de son niveau de liquidité. Par conséquent, et la tâche est naturellement ardue, il doit combiner information générale et information spécifique pour prendre sa décision finale.

66

Enfin, un investisseur ne doit jamais oublier que c'est lui qui prend un risque quand il achète un titre. Par conséquent, pour être crédible et asseoir son indépendance, il doit se forger sa propre opinion sur le risque de défaillance même si ses moyens sont limités.

*La notation est devenue également un instrument de cotation*

Les intervenants sur le marché (investisseurs et émetteurs) ne seraient pas aussi sensibles au « rating » des entreprises si celui-ci n'avait pas d'effets sur les conditions de financement. On constate une très forte corrélation aujourd'hui entre la notation et les conditions d'émissions des emprunts obligataires. Si on prend les trois premières classes de risque des agences de notation, on obtient souvent la correspondance suivante :

Tableau 6 :  
*Corrélation entre notation et conditions d'émissions des emprunts*

Rating	Ecart/OAT de référence	Exemples émetteurs
AAA	OAT + 0,15	SNCF
AA	OAT + 0,30	Crédit Agricole
A	OAT + 0,70	Compagnie Bancaire

On ne peut que se féliciter d'une telle situation. N'oublions qu'au milieu des années 1980, sur le marché monétaire notamment, il n'existait aucune hiérarchie des taux et il était courant de voir une société, dont la solvabilité financière était fragile, émettre à des conditions guère supérieures à celles obtenues par l'Etat français ! Par conséquent, qu'il existe une réelle adéquation entre la notation et les conditions n'est pas discutable et on pourrait estimer au contraire qu'elle n'est pas suffisante. En effet, la différence entre deux émetteurs notés respectivement « AAA » et « A » n'est en moyenne que de 55 centimes. Si on effectue un parallèle avec les conditions de crédit traditionnelles des établissements de crédit, on pourrait même admettre que, sur les marchés financiers, la prime de risque est encore insuffisante.....

*Des investisseurs encore insuffisamment matures*

La notation est récente en France et elle ne s'est vraiment développée qu'à partir de 1989. On constate ainsi que nombreux investisseurs ne maîtrisent pas encore totalement les contours ou les mécanismes d'une notation et qu'ils en amplifient naturellement les conséquences. Or, depuis le début des années 1990, on assiste à un cycle de dégradations assez sensible en France notamment pour les banques et le marché réagit quelques fois trop brutalement à ces déclassements qui correspondent souvent à de simples ajustements. On l'a vu récemment avec la notation du Crédit local de France par Moody's passée de Aaa à Aa1 soit encore la meilleure notation de tous les établissements financiers français.....

67

Par ailleurs, la création de nouvelles notations compliquent à nouveau la compréhension des mécanismes de notation, un émetteur pouvant obtenir dorénavant plusieurs notes (une note globale, une notation intrinsèque..). Même si cette démarche est justifiée, l'actualité nous le rappelle régulièrement (quelle est la valeur de certaines institutions financières sans le soutien de l'Etat,) celle-ci devrait être accompagnée d'un effort pédagogique plus important de la part des agences de notations.

En conclusion, il apparaît que la notation cristallise tous les problèmes que rencontrent les investisseurs aujourd'hui face à une information qu'ils recherchent mais qu'ils ne maîtrisent pas toujours. Ces difficultés sont d'autant plus fortes que nous sommes rentrés dans un nouvel univers de besoin où la recherche d'informations est renforcée par l'interconnexion et internationalisation des places financières. Il est d'ailleurs intéressant de remarquer que le prix Nobel d'économie a été décerné en 1996 à deux économistes ayant réalisé des travaux remarquables sur le degré d'efficacité de l'information financière.

Aussi, si les années 1980 auront été des années de fort développement des marchés financiers au travers la création de nouveaux produits, on peut penser que les années 1990 (et au delà de l'an 2000) seront celles où le développement de ces mêmes marchés passera par une nouvelle conception et un nouveau traitement de l'information financière.

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Cross Philipp, « Making the grade, credit ratings and purchase power », *Public utilities fortnightly* (PUF).
- Meckling and Jensen, « Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of financial economics* (1976).
- J.P. Petit, *Problèmes économiques* n° 2312 du 10 février 1994.
- P. Raimbourg, *La notation des créances sur les marchés financiers français*, thèse Paris IX Dauphine, 1988.
- Singh Ajan, « The effects of best's rating changes on insurance company stockprices », *Journal of risk and insurance* (1992).