

ARTICLES DIVERS

NOTATION ET GESTION DES ENTREPRISES

FRANÇOIS VEVERKA*, EMMANUEL WEYD**

La notation est un phénomène relativement récent sur le marché français, puisque son essor véritable n'est pas antérieur à plus de cinq ans : à la suite des réformes du milieu des années quatre-vingt caractérisées à la fois par l'introduction de financements désintermédiés et par la suppression des obstacles à l'internationalisation du marché français, le recours effectif à la notation en tant que pratique naturelle pour extérioriser la qualité de crédit des émetteurs ne s'est affirmé avec vigueur que depuis le début des années quatre-vingt-dix.

Avec le recul de quelques années, cet essor se révèle cependant particulièrement rapide. Dans un marché caractérisé par la prédominance des financements à court terme, la place occupée par la notation en France est particulièrement importante, comparée aux autres marchés européens. Ainsi, plus de quarante sociétés industrielles ayant une activité supérieure à 10 milliards de francs sont aujourd'hui notées par S&P-ADEF. Fin juin 1994, 87 % de l'encours des titres de créances négociables émis sur le marché français faisaient l'objet d'une notation, ce qui place la France vraisemblablement au second rang dans le monde quant à l'importance du *rating* sur le marché financier.

Technique établie aux Etats-Unis depuis plus d'un siècle, la notation, malgré son rôle croissant, est encore une pratique importée — et donc culturellement quelque peu « décalée » — sur notre marché ; du fait de son caractère normatif et souvent réducteur, elle fait l'objet d'une interprétation parfois excessivement passionnelle et se présente souvent comme un jugement global sur la qualité absolue d'un émetteur à l'égard du monde qui l'entoure. Abaissements comme relèvements de notes (les premières étant au cours des toutes dernières années malheureusement plus fréquentes que les secondes !) sont reçues comme autant d'événements passionnels, bien au-delà de l'objet initial de la notation qu'il n'est pas

183

* Président du Directoire, Standard & Poor's - Agence d'Évaluation Financière (S & P - ADEF).

** Analyste principal, Standard & Poor's - Agence d'Évaluation Financière. (S & P - ADEF).

inutile de rappeler, au regard des objectifs que recherchent les entreprises qui font appel à ses services. Mais, bien qu'elle exerce un regard extérieur sur les émetteurs, la notation peut influencer en profondeur et en façon durable sur leurs comportements et même leurs choix tactiques et stratégiques.

Les objectifs de la notation pour les entreprises : approche théorique et analyse empirique

La notation dans la théorie du financement de la firme

Dans sa définition stricte, la notation concerne les émissions et non les émetteurs : il s'agit d'une *opinion*, délivrée par des analystes professionnels, sur la *capacité et la volonté d'un émetteur à assurer à bonne date le service d'une dette déterminée*. Par extension, la notation est souvent perçue comme un jugement global sur la qualité de crédit d'un émetteur, mais il s'agit d'une approximation qui peut, dans certaines circonstances, se révéler impropre, puisque la notation de différentes catégories de dette par un même émetteur pourra être appréciée de manière différente, notamment lorsque le niveau de protection juridique varie d'une émission particulière (ex. actions de préférence ou TSDI comparés à une dette de premier rang).

184

Il est vrai que la définition originelle de la notation a connu certains élargissements au regard des perfectionnements et innovations, toujours plus sophistiqués, qui caractérisent les grands marchés financiers ; ainsi, de nouvelles formes de notation, plus ou moins indépendantes d'un titre de créance spécifique se sont développées au cours des dernières années : notation « de référence » (*implied senior rating*) qui n'est pas attachée à la notation d'une émission particulière et « stimule » la note d'une dette de premier rang, à l'usage des créanciers ou des contreparties, notation de structures de produits dérivés, notation des OPCVM et même appréciation des risques de perte ultime en cas de défaillance sur les marchés de placement privé (*private placement rating* ou PPR).

Le développement de la notation est directement lié à celui des *marchés financiers désintermédiés*, ce qui explique qu'elle ait joué un rôle très important depuis des décennies aux Etats-Unis¹, et qu'elle n'ait commencé à jouer un rôle significatif qu'à la suite de la vague de modernisation et de désintermédiation qui s'est développée sur les principaux marchés mondiaux dans le courant de la décennie quatre-vingt. Son usage est d'autant plus important et nécessaire que le recours à un financement

¹ Les premiers ratings, au sens classique du terme, remontent à la construction des lignes de chemins de fer à la fin du XIX^e siècle.

de marché sera significatif, et que les intervenants sur le marché au niveau de l'offre (les émetteurs) et de la demande (les investisseurs) seront nombreux et spontanément peu visibles. Ces critères expliquent bien la situation différente qui prévaut encore sur les différents marchés européens : lorsque les financements bancaires sont importants, que le marché est faiblement internationalisé et que l'effet de notoriété est fort, les investisseurs n'auront que peu tendance à faire un usage systématique de la notation, soit qu'ils disposent de leur propre capacité d'analyse, soit qu'ils estiment avoir une familiarité suffisante avec les émetteurs (*name recognition*). Sur la base de ces critères, les différences entre la place occupée par la notation en France par rapport à l'Allemagne, par exemple, sont aisées à comprendre, bien que la tendance à une croissance des émissions notées soit clairement établie dans les deux pays depuis le début de la décennie.

Le but de la notation n'est pas de porter un jugement normatif, et *a fortiori* « moral » sur la qualité d'un émetteur. Il consiste à *favoriser une allocation optimale des ressources de financement*, en permettant aux investisseurs d'avoir une meilleure connaissance du risque des émissions dans lesquelles ils envisagent d'investir, et donc de tarifer le prix de leur concours en fonction de ce risque. Ainsi, dans un marché théorique où le risque de défaillance serait connu avec certitude et serait stable dans le temps, le rendement exigé par les prêteurs serait complètement corrélé avec le niveau de risque, et le cash-flow actualisé du placement serait identique pour le prêteur quelle que soit la notation de l'émetteur. Ainsi, pour formaliser de manière simpliste cette situation, on peut écrire qu'un prêteur investissant dans un placement sans risque (par exemple une obligation d'Etat de niveau « AAA ») sera certain d'obtenir, pendant toute la durée de son placement, une série de cash-flows R égale à :

185

$$R = \sum_{p=0}^N \frac{CF_p}{(1+b)^p}$$

où CF_p représentent le cash-flow de la période p et β le taux d'actualisation demandé par l'investisseur. Si l'on suppose maintenant que l'émission considérée est assortie d'une probabilité de défaillance α_p à la période p , l'espérance mathématique R^* des cash-flows pour l'investisseur devient, sur l'ensemble de la période :

$$R^* = \sum_{p=0}^N \frac{CF_p (1-\alpha_p)}{(1+\beta)^p}$$

Par construction, il sera indifférent pour l'investisseur de choisir l'émission sans risque et l'émission « risquée » si $R = R^*$.

Il en découle donc que la rémunération supplémentaire demandée par l'investisseur devra être telle que : $\sum_{p=0}^N CF_p (1 - \alpha_p) j_p = \sum_{p=0}^N CF_p$ où j_p représente le coefficient multiplicateur du cash-flow sans risque résultant du différentiel de rémunération exigé par l'investisseur (*spread*). Naturellement, les choses sont plus complexe dans la réalité, compte tenu, notamment, que les probabilités de défaillances ne sont pas stables dans le temps, ce qui se traduit en particulier par des changements de notes. En conséquence, l'investisseur devra prendre en compte non seulement la qualité de crédit instantanée, mais également anticiper le changement possible de cette dernière, qui, si elle n'était pas correctement anticipée, rendrait caduques ses anticipations de cash-flow actualisé. Malheureusement, ces modifications ne peuvent être connues qu'à posteriori.

Notation et financements désintermédiés : la mesure empirique

Afin à la fois de s'assurer de la pertinence de leurs critères d'analyse, mais aussi de fournir les éléments permettant aux investisseurs de rationaliser leurs critères de choix, les grandes agences de notation internationales, comme Moody's ou Standard & Poor's, suivent de manière très précise l'évolution des défaillances, et également, en l'absence de défaillances, les variations de notes de l'ensemble des émetteurs notés, et ce sur une durée longue (plus d'une dizaine d'années). Présentées sous forme de matrice — voir tableaux n° 1 et n° 2 —, et couvrant plusieurs milliers d'émetteurs notés, tant sur le marché américain, où la notation est la règle, que sur les autres grands marchés internationaux, ces statistiques, régulièrement actualisés, sont un outil statistiquement significatif pour apprécier l'évolution du risque selon le niveau initial des notes.

186

Tableau 1
Analyse de l'évolution moyenne des notes sur trois ans

Note au début de la période	NOTE A 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	68,84	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

NN : Non Noté. — Source : S&P.

Tableau 2
Taux de défaillance cumulés en %

Note initiale	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5	Année 6	Année 7	Année 8	Année 9	Année 10	Année 11	Année 12	Année 13
AAA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,33	0,78	1,06	1,39	1,39	1,39	1,39
AA	0,00	0,03	0,18	0,40	0,64	0,97	1,30	1,64	1,90	2,12	2,29	2,54	2,54
A	0,06	0,17	0,30	0,53	0,84	1,13	1,47	1,80	2,20	2,71	3,09	3,21	3,21
BBB	0,28	0,70	1,11	1,86	2,54	3,22	3,83	4,48	5,13	5,68	6,16	6,34	6,34
BB	1,27	3,89	6,72	9,55	12,12	14,89	16,67	18,33	19,97	21,49	23,12	23,65	24,10
B	5,70	11,71	16,94	20,53	23,20	25,05	26,75	28,35	30,03	31,98	33,29	33,71	33,71
CCC	16,97	27,31	31,82	36,61	41,14	43,02	43,66	44,70	45,95	47,52	47,52	47,52	47,52
Investissement	0,11	0,30	0,48	0,80	1,12	1,56	2,09	2,51	2,94	3,39	3,72	3,88	3,88
Spéculatif	4,72	9,36	13,51	16,84	19,58	21,85	23,52	25,13	26,77	28,47	29,90	30,36	30,68

Source : S&P.

Les conclusions principales de la dernière mise à jour de l'étude S&P au plan mondial ont été présentées dans la revue *Notations* de juillet 1994². De l'ensemble de ces observations, on peut tirer, semble-t-il, plusieurs conclusions intéressantes :

- dans le temps, la *stabilité des notes* est d'autant plus forte que le niveau initial de note est élevé. En effet, par exemple, 68 % d'émetteurs notés dans la catégorie « AA » étaient encore notés dans la même catégorie après trois années, alors que le même chiffre n'était que de 36 % pour des émetteurs notés « BB » ;

187

- la distinction, fondamentale pour les agences, entre niveau d'*investissement* et niveau *spéculatif* (en dessous de « BBB » pour S&P sur les notes à long terme) est clairement validée par les faits, puisque la probabilité de défaillance instantanée d'un émetteur noté « BBB » sera quasi-négligeable et encore très faible à cinq ou même dix ans. En revanche, un émetteur initialement noté en catégorie spéculative présentera un risque certain de défaillance et devra donc offrir un niveau de rémunération incorporant pour l'investisseur une prime de risque en conséquence ;

- les *différences entre le risque de défaillance* présenté par une émission bénéficiant d'une notation très élevée (par exemple « AAA » ou « AA + ») et une émission notée au milieu de la catégorie d'investissement (par ex. de « A » à « BBB + ») apparaissent faibles, en l'état actuel du marché, où la cote d'amour dont bénéficient les meilleures signatures leur permettent de bénéficier de conditions extrêmement tirées, souvent proches de celles

2 • 1993 Corporate default, Rating Transition Study Results - par Leo Brand, Thomas C. Kitto et Rez Babar in *Notations*, 3^e trimestre, 1994.

offertes par les Etats souverains du meilleur standing. Les investisseurs auront donc tout intérêt à privilégier des émissions de notation intermédiaire, leur offrant généralement un spread plus élevé avec un risque à peine plus fort. Cette analyse a récemment été illustrée par une étude de la banque américaine Kidder-Peabody³, qui concluait sur l'intérêt pour les investisseurs de privilégier des émissions notées dans la catégorie « A » plutôt que celles mieux notées.

Compte tenu de l'incertitude, plus ou moins importante mais toujours réelle, qui s'attache à l'évolution du risque de crédit d'un émetteur dans le temps, deux facteurs sont essentiels : d'une part le *suivi*, qui permet à l'agence de notation de s'assurer à tout moment de la validité de son appréciation, et de l'ajuster en conséquence. L'objectif est de tenir compte à la fois des tendances de fond du secteur dans lequel l'émetteur exerce son activité (ex. le marché européen de l'automobile se caractérise-t-il par une concurrence structurellement croissante qui menace la capacité de ses principaux acteurs à protéger marges et cash-flows) mais aussi des facteurs spécifiques propres à l'émetteur lui-même (ex. niveau de flexibilité financière au regard de sa politique d'investissement et/ou de croissance externe), plus que de refléter les mouvements purement cycliques ou conjoncturels ; il en découle que l'appréciation des agences est parfois qualifiée d'insuffisamment « réactive » ou « anticipatrices » au regard de l'évolution et de la conjoncture, reflétant avant tout une analyse structurelle et fondamentale.

188

Le second facteur important réside dans la *liquidité*. Bien que la notation traditionnelle ne cherche qu'à apprécier le risque de non-paiement lié à une émission, il est clair que, du point de vue de l'investisseur, la certitude d'être payé à bonne date n'est qu'un des éléments permettant d'apprécier l'intérêt qui s'attache à la détention d'un titre : la capacité de pouvoir le céder à tout moment sans décote sur le marché avant l'échéance est souvent un avantage très important qui explique qu'à niveau de risque égal, les *spreads* liés aux émissions pourront varier sensiblement suivant l'importance des transactions sur le marché secondaire, et suivant les périodes. Ce mouvement explique le succès, au cours des années récentes, des techniques d'assimilation ou, à l'instar de l'Etat, des grands émetteurs, disposant généralement des notes élevées (comme la SNCF, EDF ou le Crédit foncier par exemple), ont constitué des « gisements » de dette fongible et régulièrement reconstitués, tout en bénéficiant de l'animation apportés par des banques spécialistes de la valeur traitée, seul le prix à l'émission variant en fonction des conditions du marché. Dans cette course

3 - *Default Risk and Bond Yield Differentials* - par David W. Munves, KidderPeabody Securities Company, 29 juillet 1994.

à la liquidité, condition essentielle pour attirer les investisseurs institutionnels, notamment non résidents, la notation internationale paraît être une condition désormais de plus en plus indispensable, car elle contribue à élargir la base des investisseurs potentiels.

La notation, une nécessité absolue ? L'exemple du marché français

La notation apparaît constituer pour les entreprises une nécessité pour accéder au marché dans des conditions optimales, c'est-à-dire au juste prix. En révélant le niveau de leur qualité de crédit, elles fournissent une information « objectivée » au marché et permettent aux investisseurs de se déterminer sur des bases rationnelles. La théorie de la notation est liée à la recherche d'une *efficacité maximale de l'allocation des ressources sur un marché ouvert* ; la notation est donc bien un produit essentiel de la désintermédiation et de la libéralisation des marchés, elle est nécessaire à leur bon fonctionnement mais perd de sa pertinence dans des marchés cloisonnés ou de dimension restreinte.

À cet égard, l'évolution du *marché français* fournit un exemple particulièrement intéressant et complexe, puisque le développement de la notation s'est accompagné d'une mutation structurelle de l'économie et de l'environnement des entreprises, marquée par la libéralisation complète des échanges de marchandises et de capitaux, ainsi que par les politiques de privatisation qui ont distendu, et parfois rompu le lien entre de nombreuses grandes entreprises françaises et l'Etat. Dans un contexte de crise économique, ces facteurs ont certainement conduit à détériorer, en moyenne, la qualité de crédit des grands émetteurs français, notamment dans le secteur bancaire, mais aussi, de manière beaucoup plus contrastée, dans le secteur des entreprises industrielles. Le mouvement de baisse a été toutefois limité, puisque, tout en étant l'un des marchés européens où la notation joue le rôle le plus important (et où donc, contrairement aux marchés moins « matures », ne sont pas uniquement notés les émetteurs les plus emblématiques qui recherchent dans la notation un confort supplémentaire pour leur notoriété) il n'existe, à quelques rares exceptions près, pratiquement pas de notes non *investment grade* en France.

Cependant, dans de nombreux cas, la notation et son évolution paraissent décalées par rapport à l'attente des émetteurs et à la notoriété spontanée dont jouissent certains d'entre eux d'abord au plan domestique. Ainsi, dans un certain nombre de cas, et d'abord dans des secteurs où le recours au marché apparaît plus comme une opportunité que comme une nécessité, le choix de recourir à la notation peut apparaître un pari risqué si la note publiée est inférieure à l'attente du marché. Cette situation est encore aujourd'hui plus marquée pour les entreprises que pour les banques, car ces dernières ont dû se plier depuis 1986 à l'obligation de

notation imposée par voie réglementaire pour leur refinancement à court et moyen terme. Dans le secteur *corporate*, où le marché obligataire et celui des BMTN ne jouent pas un rôle essentiel pour le financement des entreprises, la généralisation de la notation est encore loin d'être achevée, bien qu'il soit intéressant d'observer que le seuil de non-publication des notes se situe aujourd'hui plutôt au niveau « A - » / « BBB + » en notes long terme ou « A - 2 » en notes court terme, alors que ce même seuil était de « A + » en long terme et « A - 1 » en court terme au début de la décennie.

A cet égard, le mouvement d'*internationalisation* du marché joue un rôle essentiel ; les expériences réussies des émetteurs français ayant fait appel aux marchés internationaux, montrent qu'une notation en bas de la catégorie d'investissement n'est pas un handicap pour accéder à des financements désintermédiés : le marché euro, ceux des *commercial paper* US ou euro, mais surtout les marchés obligataires américains — dont l'accès est relativement aisé grâce à la procédure dite 144A de la SEC —, sont très demandeurs d'émissions *mid/low investment grade*. Les compagnies d'assurances américaines sont également très actives dans le domaine des placements privés où, sous l'influence de la NAIC (National Association of Insurance Commissioners), des émetteurs notés à la limite du niveau spéculatif peuvent accéder sans difficulté au marché.

190

Notation et gestion des entreprises : une influence réciproque

La notation, reflet de la gestion stratégique

Au-delà des simples aspects d'analyse des données économiques — environnement industriel, position concurrentielle, diversification produit et géographique ou encore capacité d'innovation — et financières concernant l'émetteur, la prise en compte des politiques mises en œuvre par celui-ci afin d'assurer son développement constitue un point essentiel de la notation. Ces politiques sont principalement de deux ordres : la *stratégie de développement* et la *politique financière*. En effet, la notation comprenant une forte composante prospective, il est fondamental de comprendre et d'envisager les contours futurs d'un émetteur. Sans pour autant chercher à lire dans le marc du café, l'analyse des politiques de gestion de l'entreprise apporte un précieux concours dans cet exercice. La notation s'efforce ici de refléter des orientations stratégiques qui sont susceptibles, in fine, d'avoir un impact sur la qualité de crédit de l'émetteur.

En la matière, la *gestion du portefeuille de produits ou d'activité* d'une entreprise constitue sans doute l'élément le plus déterminant. Prenons un exemple récent et révélateur, celui d'Eastman Kodak Co. aux Etats-Unis. Notée « A - » en long terme, la société a vu sa notation abaissée à « BBB + » en décembre 1993 à la suite de difficultés rencontrées dans ses différentes

activités et d'une forte augmentation de sa dette. Ayant entrepris depuis un recentrage stratégique radical sur ses activités liées à l'image, le Groupe a successivement cédé ses activités de produits pharmaceutiques à Sanofi en juin 1994, d'automédication à SmithKline Beecham en août 1994 et de produits d'entretien à Reckitt & Colman en septembre 1994, pour un total de plus de 6,2 milliards de dollars. Ainsi recentrée sur ses métiers de base, la société a vu sa notation, placée sous surveillance avec implication Positive depuis mai 1994, remontée finalement à « A + » en octobre 1994.

En fait, le relèvement de la note repose sur le constat suivant : face à un environnement concurrentiel accru, à des efforts d'investissement toujours plus importants et à une situation financière plus tendue, les dirigeants de la société ont considéré que le portefeuille d'activités était trop diversifié. Le métier de base de la société — *core business* — étant les produits de l'image, ils ont élagué dans ce portefeuille.

Il est intéressant de constater ici que les conséquences d'une telle évolution stratégique peuvent être différentes selon les sociétés ou les secteurs d'activité. Dans le cas présent, l'aspect négatif de la moindre diversification produit de Kodak à la suite de ces cessions est largement compensé par la capacité d'investissement désormais accrue dans ses métiers de base. Ceci améliore très sensiblement le risque économique de l'émetteur, tout en consolidant sa situation financière grâce aux produits issus des différentes cessions.

Plus près de nous, la récente cession de la Cellulose du Pin par Saint-Gobain à Jefferson Smurfit pour 5,6 milliards de francs a conduit S&P-ADEF à relever la note long terme de « A + » à « AA - ». Eu égard à la taille critique et à la diversification géographique du Groupe, insuffisantes sur ses marchés, dans une industrie papetière de plus en plus mondiale, cette cession est plus considérée comme un moyen pour Saint-Gobain d'accroître l'allocation des ressources consacrées à ses métiers de base, que comme la perte d'une activité offrant une diversification positive à son portefeuille de produits et à sa rentabilité. En effet, l'activité papetière est relativement peu contre-cyclique par rapport à l'industrie du verre et La Cellulose du Pin était assez fortement déficitaire.

Il est donc fondamental pour l'agence de notation de *différencier les activités dites stratégiques* de celles dont l'émetteur n'exclut pas de se séparer. Pour ce faire, il convient de prendre en compte les contraintes et la pression extérieure, dans l'analyse de ces opérations de recentrage ou de « respiration » de portefeuille d'actifs. Ainsi, quand bien même la situation de l'émetteur serait très favorable et l'ensemble de ses activités rentables, l'agence doit réfléchir aux impératifs stratégiques auxquels il sera contraint dans l'hypothèse d'une structure de bilan affaiblie. L'exemple de Kodak est révélateur de cet exercice, dans la mesure où il a donné

lieu à de véritables arbitrages stratégiques. Il est cependant clair que d'autres émetteurs ne réagissent pas de la même manière et que ce n'est qu'une fois le dos au mur qu'ils effectuent ce type d'arbitrages. En d'autres termes, l'expression « métier de base » ou « activité stratégique » n'a pas le même sens pour tous. Néanmoins, l'agence de notation se doit de prendre en compte ces aspects de la politique générale de l'émetteur, dans la mesure où ils ont une influence directe sur la qualité de crédit ultime de celui-ci.

En fait, la difficulté de prendre en compte les politiques de développement d'un émetteur dans sa note sont importantes pour deux raisons principales : ces politiques sont *difficilement quantifiables* et leur évaluation relève donc en partie d'une analyse subjective ; en outre, ces politiques *changent* dans le temps. En pratique, et afin de pallier ces difficultés, l'agence de notation s'efforce d'évaluer les stratégies d'un émetteur par rapport à celles mises en œuvre par ses concurrents, et non dans l'absolu. Dans cette perspective, il est clair que la familiarisation de l'agence avec l'émetteur contribue à une meilleure perception de ses politiques de gestion.

192

Ainsi, l'appréciation de la permanence d'une politique d'acquisition ambitieuse d'un Groupe est un élément essentiel pris en compte dans sa notation. Cette analyse est particulièrement pertinente dans l'examen des *sociétés multinationales de l'industrie alimentaire* par exemple. Dans un secteur en pleine concentration, où l'accroissement des parts de marché constitue l'un des objectifs majeurs des entreprises et où le gain de ces parts est à la fois plus rapide, plus efficace et bien souvent moins coûteux lorsqu'il se réalise par des opérations de croissance externe, les politiques d'acquisition et d'alliance sont des éléments clés. Une société qui n'effectuerait quasiment aucune acquisition afin de renforcer ses positions concurrentielles sur ses marchés, affaiblirait, à terme, ces mêmes positions et donc l'évaluation faite par l'agence de son risque économique. Dès lors, le maintien ou l'amélioration du niveau de risque économique d'un émetteur se trouve conditionné par des opérations de croissance externe. La note d'un émetteur prend alors en compte la régularité et le volume global moyen de ces opérations, ainsi que l'efficacité du Groupe à intégrer les entités acquises, condition sine qua non pour considérer une opération de croissance externe comme positive. Trois exemples exemplifient très bien ce phénomène, ceux de Philip Morris, de Nestlé et de Danone.

La note long terme « A » avec perspective Négative attribuée à **Philip Morris** reflète un risque économique d'excellent niveau et constamment renforcé par des acquisitions importantes. Cependant, ce renforcement des positions concurrentielles trouve sa contrepartie financière dans un endettement significatif et des cash-flows disponibles limités. La pérennité

passée et future de cette stratégie du Groupe conduit S&P à évaluer un certain volume d'acquisitions réalisables dans le temps par la société sans affecter la note de celui-ci. Cela permet ainsi à l'émetteur de réaliser régulièrement des opérations de croissance externe sans voir sa notation modifiée à chaque fois.

Nestlé donne un autre exemple de la prise en compte des politiques d'acquisition dans l'attribution et la surveillance d'une note. Notée « AAA », la société réalise régulièrement un certain nombre d'opérations de croissance externe de taille importante. L'une des dernières en date, l'acquisition de Perrier pour près de 15 milliards de francs en 1992 n'a pas conduit S&P à modifier la note de la société. En effet, la note intègre, dans le cas présent, la forte capacité de désendettement de Nestlé lui permettant de réaliser une telle opération. Si, comparée à l'autofinancement et aux fonds propres, la dette de Nestlé a pu atteindre son niveau maximal à la suite de cette acquisition, c'est plus sur la moyenne de ces indicateurs sur plusieurs années ainsi que sur leurs niveaux anticipés par S&P que la note se fonde. En d'autres termes, rien ne garantit, par définition, le maintien du « AAA » de Nestlé : à contrario, la réalisation d'une acquisition ne conduira pas, par principe, à un abaissement de la note, du fait des caractéristiques financières intrinsèques de la société.

Danone enfin, présente une situation à mi chemin entre les deux précédents exemples. Notée « A - 1 » court terme, la société a considérablement renforcé ses positions sur ses différents marchés depuis sa création, grâce à une politique volontariste d'acquisitions de taille importante. L'une des dernières en date, celle de Volvic pour 4,5 milliards de francs qui fut finalisée en 1993, n'a eu aucune incidence sur la note, même si elle conduisait à doubler le montant moyen annuel que la société affectait habituellement à ses opérations de croissance externe. S&P-ADEF a préféré considérer ici le renforcement de la situation de Danone sur les marchés de l'eau minérale comme un facteur positif pour la qualité de crédit du groupe. En effet, la note intégrait déjà d'importants montants consacrés aux acquisitions par Danone et ce, avec une certaine souplesse. Il ne s'agit pas pour l'agence de notation de dire qu'au-delà de X milliards de francs d'acquisitions annuelles nettes — toutes choses étant égales par ailleurs — la note de la société sera abaissée, mais bien plutôt d'évaluer les conséquences de ces opérations sur l'ensemble des indicateurs financiers du Groupe à un horizon de trois ans environ. En l'espèce, l'acquisition de Volvic, malgré l'importance de son montant, ne modifiait pas fondamentalement la structure financière de Danone et améliorait son niveau de risque économique ainsi que sa rentabilité future. Notons néanmoins que l'une des hypothèses de base de ce raisonnement était la forte capacité de Danone à intégrer de nouvelles sociétés et à en améliorer les résultats.

L'examen de ces trois exemples démontre à la fois combien la prise en compte des politiques de développement propres à chaque société est importante, mais aussi combien leur interprétation est difficile et variée. En effet, les conclusions que l'on peut tirer, en terme d'impact sur la qualité de crédit, d'une même opération de croissance externe peuvent être radicalement différentes en fonction de l'émetteur concerné. Dans cette analyse, la spécificité d'une agence de notation réside donc à la fois dans la prise en compte d'éléments futurs de croissance externe, dans l'intégration d'informations confidentielles sur ces stratégies et dans la connaissance du management de l'émetteur. Cette spécificité permet d'intégrer l'ensemble de ces éléments futurs et donc forcément incertains dans une note attribuée dans le présent.

In fine, l'*analyse financière* pure d'une entreprise n'est considérée dans une note que comme un *sous-produit de la stratégie économique* qu'elle met en œuvre pour faire face à son environnement. Plus que d'analyser dans l'absolu le ratio d'autofinancement sur dette nette d'un émetteur donné, il s'agira de définir une fourchette ou des bornes à l'intérieur desquelles ces chiffres pourront évoluer en fonction d'une stratégie donnée. Néanmoins, dans l'hypothèse d'une modification de cette stratégie vers une politique d'acquisition plus agressive par exemple, l'agence pourrait déplacer ces bornes vers le bas, ce qui reviendrait à anticiper l'accroissement de l'endettement relatif de l'émetteur sur une longue période, et donc à abaisser la note de ce dernier. Bien entendu, l'analyse des financements liés à ces opérations de croissance se trouve au cœur du processus de décision, car un financement par fonds propres n'aurait pas les mêmes conséquences sur la structure financière de l'émetteur qu'un financement par dette.

La récente baisse des notes de SmithKline Beecham dans l'industrie pharmaceutique est révélatrice de l'application d'un tel raisonnement. Dans un premier temps, SmithKline Beecham acquiert la société de distribution pharmaceutique américaine Diversified Pharmaceutical Services pour 2,3 milliards de dollars. Considérant la forte structure financière de SmithKline Beecham et les aspects positifs induits par cette acquisition, notamment en matière de contrôle aval de sa distribution de produits, S&P a confirmé la note long terme « AA - » de SmithKline Beecham. Mais, à la suite de l'acquisition des activités d'automédication de Eastman Kodak pour 2,925 milliards de dollars en août 1994, cette même note long terme a été abaissée à « A + » avec perspective Négative. En effet, si cette acquisition présente des aspects positifs indéniables pour les positions concurrentielles de SmithKline Beecham sur le long terme, elle modifie également très fortement et durablement les fourchettes d'indicateurs financiers décrits dans le tableau n° 3 et qui se trouvaient déjà affectés par la précédente acquisition. Quand bien même un certain nombre de cessions

significatives pourraient venir alléger le poids de ces acquisitions, les modifications économiques et financières sont apparues trop fondamentales et structurelles pour ne pas avoir d'influence directe et immédiate sur la note. Car au-delà des épiphénomènes, les agences de notation s'efforcent d'intégrer avant tout dans leurs notes les *tendances lourdes* et les *choix stratégiques* à long terme qui affectent les émetteurs. Cette philosophie générale se fonde sur leur volonté de maintenir, autant que faire se peut, une certaine stabilité des notes court et long terme dans le temps.

Tableau 3
Principaux ratios financiers utilisés par S&P

Couverture des frais financiers (1) (x)	=	$\frac{\text{frais financiers nets} + \text{résultat opérationnel ajusté}}{\text{frais financiers nets}}$
Couverture des frais financiers (2) (x)	=	$\frac{\text{frais financiers nets} + \text{CAF} + \text{impôts et taxes}}{\text{frais financiers nets}}$
Retour sur capitaux permanents (%)	=	$\frac{\text{résultat opérationnel ajusté}}{\text{moyenne (capitaux propres} + \text{provisions} + \text{dettes financières)}}$
Rentabilité opérationnelle (%)	=	$\frac{\text{résultat opérationnel}}{\text{ventes}}$
Couverture de la dette nette (1) (%)	=	$\frac{\text{autofinancement disponible}}{\text{dette nette}}$
Couverture de la dette nette (2) (%)	=	$\frac{\text{capacité d'autofinancement}}{\text{dette nette}}$
Gearing (%)	=	$\frac{\text{dette nette}}{\text{dette nette} + \text{capitaux propres ajustés}}$

La notation, enjeu de la gestion stratégique

Si la prise en compte des politiques de gestion mises en œuvre par les émetteurs apparaît donc comme un critère fondamental de la notation, ces mêmes politiques se trouvent influencées, à des degrés divers selon les sociétés, par la notation elle-même. En effet, bon nombre d'entreprises se fixent un objectif de note à obtenir parmi leurs priorités stratégiques. Ce *choix politique* résulte bien évidemment pour celles-ci de leur volonté de sécuriser et d'optimiser leurs sources de financement.

Cependant, en amont de la prise de décision stratégique, le management de l'entreprise se pose inévitablement la question de savoir comment assurer sa croissance, son développement et l'amélioration de ses résultats ; en un mot, comment assurer la survie de la société sur le long terme. Afin de répondre à cette préoccupation, la société effectue un certain nombre de choix pour la réalisation desquels elle va développer des moyens. Tous ces éléments vont donc avoir une influence sur sa structure financière.

C'est le cas des opérations de recentrage stratégique qui donnent lieu à des charges de restructuration, à des flux issus de produits de cessions ou encore à des apports d'actifs entraînant la déconsolidation de certaines activités, mais c'est également le cas des opérations de développement telles que la mise en œuvre de programmes d'investissement ou la réalisation d'acquisitions. L'ensemble de ces opérations va être analysé dans sa composante financière à une étape du processus de décision et leurs conséquences sur la notation de l'entreprise vont être examinées.

La différence entre les sociétés se situe alors sur ce point, selon le degré d'*importance* qu'elles accordent à une bonne *notation*, donc à des financements optimisés, eu égard à leurs impératifs ou à leurs choix stratégiques. En d'autres termes, la notation va-t-elle constituer pour l'émetteur un *critère déterminant* de sa prise de décision ?

La prise en compte de la notation dans la détermination de la politique générale de l'entreprise peut alors se faire à trois niveaux.

Le premier niveau, ou niveau de base, revient en fait pour l'émetteur à se *limiter aux contraintes qui lui sont imposées par sa notation*. Le processus d'attribution et de surveillance permanente des notes décrit en détail en annexe permet de bien comprendre cet effort. Dans ce cas, l'émetteur raisonne plus en terme de satisfaction ultime de son actionnaire via l'optimisation de son bénéfice par action, qu'en terme de niveau d'endettement et de charge financière, donc de qualité de crédit.

Précisions ici que dans l'immense majorité des cas en Europe, ce type d'arbitrage entraîne une modification de la note de l'émetteur à l'intérieur de la catégorie d'investissement, c'est-à-dire que l'aptitude de l'émetteur à faire face au service de sa dette demeure relativement satisfaisante. Il est

probable que dans le cas où une décision stratégique majeure pourrait conduire à un abaissement de la note de l'émetteur en catégorie spéculative, la prise en compte de la notation deviendrait un critère déterminant. En effet, une telle décision pourrait conduire la société concernée à voir ses sources de financement se raréfier et sa dette existante entrer sur le marché des *junk bonds*. Plus qu'à un renchérissement majeur de ses coûts de financement, la société pourrait devoir faire face à une crise de liquidité. Ceci est d'autant plus vrai si l'on raisonne sur les marchés de capitaux non américains où les *junk bonds* sont quasiment existants.

Cette précision étant faite, la prise en compte de la notation dans ce cas se traduit généralement de la façon suivante : l'entreprise notée communique à l'agence un certain nombre d'éléments d'analyse fondamentaux et confidentiels tels que les orientations stratégiques majeures ou les opérations de croissance et de modification de sa structure financière. La communication de ce type d'information à l'agence de notation est souvent antérieure à leur annonce publique afin que la note, dont la validité et la surveillance sont permanentes, puisse refléter immédiatement l'information nouvelle au moment où elle est rendue publique.

Un groupe comme *Rhône-Poulenc* semble avoir opté pour cette stratégie vis-à-vis de la notation. En effet, l'objectif stratégique majeur de la société visait à renforcer sa présence et ses positions concurrentielles dans ses métiers de base. Cette politique, mise en œuvre depuis de nombreuses années, a ainsi conduit Rhône-Poulenc à accroître assez fortement son endettement, dans la mesure où le Groupe ne disposait que d'une flexibilité réduite pour augmenter son capital à cause de son statut d'entreprise nationalisée. Récemment privatisée, Rhône-Poulenc s'efforce avant tout aujourd'hui de restaurer une meilleure rentabilité tout en préservant la croissance de ses activités. Avec une note long terme « BBB + » reflétant une qualité de crédit de niveau intermédiaire dans la catégorie d'investissement, Rhône-Poulenc bénéficie de conditions de financement moins avantageuses que celle de ses concurrents mieux notés. Néanmoins, cette note intègre la possibilité pour le Groupe d'effectuer un certain nombre d'opérations de croissance externes de taille modérée, mais également sa volonté de céder des actifs non stratégiques dans un avenir proche. Dès lors, la récente acquisition de Cooper pour 2,8 milliards de francs en avril 1994 n'a donné lieu à aucune modification de note. De même, le fait que le Groupe cherche à obtenir un prix de cession satisfaisant pour ses désinvestissements lui permet de ne pas se précipiter dans la réalisation de ces opérations, sans pour autant remettre en question sa notation.

In fine, ce type de comportement face à la notation, de loin le plus fréquent en France, relève de la prédominance de l'actionnaire sur le prêteur. En effet, la mise en œuvre de cette stratégie vise à accroître la

satisfaction de l'actionnaire en optimisant l'utilisation de la dette pour celui-ci. La qualité de crédit, qui se traduit par la note de l'émetteur, devient alors une contrainte de second rang sous réserve bien entendu qu'elle demeure d'un niveau satisfaisant. Dès lors, la notation d'un émetteur comparée à celle d'un autre ne donnera pas une opinion sur la pertinence de la stratégie du management de l'une par rapport à l'autre en tant que telle ; elle fournira plutôt à l'investisseur une indication sur la conséquence de ces stratégies sur la qualité de crédit des deux sociétés analysées.

Le second niveau, considéré comme intermédiaire, consiste pour l'émetteur à utiliser la notation comme un *outil de formalisation stratégique*, même si, in fine, elle ne constitue pas encore pour lui un critère de décision déterminant. Cette influence de la notation, parmi d'autres éléments financiers, conduit le management de certains groupes à définir plus précisément leurs objectifs de développement économique et d'équilibre financier. La notation contribue ici à la pédagogie financière interne dans l'entreprise. C'est le cas de quelques sociétés dont les notes attribuées par S&P demeurent confidentielles mais continuent d'être régulièrement mises à jouer en accord avec le management. Ces sociétés ont bien souvent réalisé récemment d'importantes opérations de croissance externe, certes vitales pour leur existence en tant qu'acteur majeur sur leur marché, mais dommageables pour leur équilibre financier. Dans ce cas, la notation n'est pas un critère déterminant de la prise de décision stratégique, mais elle le devient dans la conduite de la politique financière qui s'ensuit. Sans aller jusqu'à la mise en place d'une sorte de *benchmarking*, la notation offre à ces sociétés un outil de comparaison intéressant vis-à-vis de leurs concurrents notés. Elle permet également de déterminer des objectifs de redressement de la structure financière grâce à la définition d'une notation optimale que le management de la société souhaite atteindre.

Le troisième niveau enfin, est celui où la notation est considéré comme un *critère déterminant* dans le choix de la politique de gestion de l'entreprise. Précisons tout d'abord, et cela va sans dire, que la notation ne constitue jamais le critère déterminant unique. Il s'agit plutôt d'identifier ici les cas où elle est fortement prise en compte, parmi quelques autres critères discriminants, dans la définition de la stratégie d'un émetteur.

En règle générale, cette utilisation de la notation s'applique aux émetteurs extrêmement bien notés et notamment à ceux notés « AAA ». Ces sociétés bénéficient d'un risque économique et industriel de très bon niveau, ce qui leur permet en général d'avoir des stratégies de croissance plus linéaires et une structure financière à la fois plus solide et plus résistante que celles de leurs concurrents. Par ailleurs, à ces niveaux de

note, le coût d'un financement désintermédié est extrêmement favorable à l'émetteur ; certains émetteurs notés « AAA » bénéficient ainsi de taux à peine supérieurs à ceux des obligations souveraines correspondant à la même maturité pour la devise dans laquelle ils empruntent. Le faible coût relatif du financement devient ainsi un moyen pour ce type d'émetteurs d'améliorer leur résultat net et donc la satisfaction de leurs actionnaires. In fine, ces sociétés considèrent qu'un accès plus optimal à la ressource financière contribue de manière essentielle à la mise en œuvre la plus efficace de leur stratégie.

Nestlé, dont l'exemple était évoqué précédemment, appartient à cette catégorie d'émetteurs. Lors de l'acquisition de Perrier, la société a ainsi pu se financer de manière très efficace et à des conditions intéressantes, grâce à la mise en place d'un programme de billets de trésorerie de 15 milliards de francs — le troisième plus important par la taille du plafond sur le marché français. Il est clair que la garantie offerte par Nestlé à Nestlé Finance France — l'émetteur des billets — a grandement contribué à l'accès à de tels financements et donc à la réalisation de l'opération. La permanence d'une notation d'excellent niveau constitue donc un objectif stratégique majeur du Groupe, dans la mesure où elle est utilisée comme une composante essentielle de son développement.

Une société comme **Roquette Frères** décline cette politique de notation de manière légèrement différente. Roquette bénéficie en effet de la note de référence court terme « A - 1 », reflétant à la fois de fortes et stables positions de marché ainsi qu'une situation financière solide sur la durée. Ne publiant aucune donnée financière consolidée, le Groupe utilise sa notation comme un outil de communication financière vis-à-vis de ses différentes contreparties. La stratégie de Roquette de maintenir une notation de première qualité induit, dans ce cas, la forte volonté de sa direction de conserver une politique de gestion prudente et une situation financière très saine.

199

Conclusion

À la lumière de ces explications et notamment des différents « niveaux d'influence » de la notation dans la gestion des entreprises, il apparaît que la notation ne constitue qu'un élément ou un indicateur de la stratégie d'un émetteur donné, compte tenu des autres contraintes auxquelles il se trouve soumis. En fait, compte tenu du caractère essentiel de l'accès à une ressource financière la moins chère et la plus sûre possible pour les entreprises, ces dernières prennent en compte la notation dans leurs décisions stratégiques. Néanmoins, en plus de ses créanciers, le management doit également tenir compte de ses actionnaires, ce qui le conduit à

effectuer en permanence des arbitrages entre leurs intérêts respectifs lorsque ceux-ci divergent. Or, la plupart du temps, ces arbitrages sont rendus en faveur de l'actionnaire. Ainsi, les différences de notes entre des émetteurs ou les changements de ces notes ne constituent essentiellement ni une sanction, ni une récompense pour la politique mise en œuvre par le management, mais bien plutôt la constatation, la prise en compte, l'anticipation et la communication au marché des choix stratégiques et des contraintes d'un émetteur.

Entre renforcer sa qualité de crédit et accroître son activité et ses résultats, l'émetteur définit un point d'équilibre. Il est ainsi probable que, sur le long terme, les émetteurs notés « AAA » dans le secteur industriel seront de plus en plus rares, à mesure que leurs marchés deviendront de plus en plus concurrentiels et globaux et que la consolidation de leur secteur d'activité ne sera pas achevée. En effet, dans cette hypothèse, le renforcement de leurs positions économiques et industrielles, condition indispensable à leur survie, nécessitera des moyens financiers de plus en plus importants. La mise en œuvre de tels moyens pourrait alors conduire à une détérioration de leur qualité de crédit et donc à l'abaissement relatif de leurs notes. Dès lors, les sociétés notées « AAA » constitueraient des exceptions résultant soit de situations de marché particulières, soit d'une avance historique telle sur leurs concurrents que la rentabilité sur capitaux de ces entreprises ne serait jamais détériorée par une quelconque opération de développement.

200

ANNEXE

NOTATION DES ÉMETTEURS INDUSTRIELS : CRITÈRES APPLIQUÉS PAR S&P SUR LE MARCHÉ FRANÇAIS

La notation des entreprises françaises par Standard & Poor's s'inscrit naturellement dans le cadre méthodologique développé dans ce secteur au plan international. S&P a en effet une expérience ancienne et approfondie de l'évaluation du risque du crédit des entreprises industrielles aux États-Unis, mais également en Europe, au Japon, en Australie, et au Canada, ce qui lui permet d'inclure de manière systématique une dimension comparative dans ses analyses. Ceci est particulièrement important, dans la mesure où les entreprises françaises sont de plus en plus présentes hors de France et où le marché français est, systématiquement, de plus en plus ouvert à la concurrence étrangère.

Fondamentalement, la notation des entreprises industrielles et commerciales répond sur tous les marchés aux mêmes critères, ceci étant valable « dans l'espace et dans le temps » : du point de vue de la démarche

intellectuelle, la notation d'une entreprise française ne saurait différer de celle d'une entreprise suédoise ou britannique ; seules les caractéristiques du marché peuvent être spécifiques. De même, il n'existe pas de séparation entre notation à court terme et à long terme : si cette dernière peut être plus « nuancée » que celle à court terme, la démarche de l'analyste sera la même et la correspondance entre note court terme et note long terme se situera dans des plages bien définies. En conséquence, on peut en conclure qu'il n'existe pas en soi une méthodologie spécifique pour noter des émissions de *commercial paper*, par rapport à celle utilisée par exemple pour noter des obligations : il s'agira d'apprécier la situation de l'émetteur, et de rapprocher celle-ci des caractéristiques, notamment juridiques, des émissions.

S'agissant de l'évaluation du risque de crédit de l'émetteur, on l'examinera sous deux aspects : le risque sectoriel de l'entreprise, et dans ce cadre, la situation relative de l'entreprise en terme de situation concurrentielle et de profil financier.

Parallèlement à ces données générales, et à la nécessité de disposer d'un certain nombre de « points de repère » comparatifs suffisamment significatifs et qui constituent l'un des éléments du service attendu par les investisseurs d'une agence de notation reconnue, il est également essentiel de prendre en compte les facteurs spécifiques propres à chaque marché national, de façon à en tirer les conséquences pertinentes en terme de risque de crédit.

L'approche méthodologique retenue pour la notation des entreprises industrielles par S&P est traditionnellement basée sur la prise en compte de deux domaines essentiels : le premier s'attache à évaluer la position relative, actuelle et prévisible, de l'entreprise dans son environnement de marché, le seconde concerne l'analyse financière de l'entreprise.

Ces deux aspects complémentaires procèdent d'un même objectif, qui consiste à évaluer la flexibilité globale dont dispose l'émetteur, lui permettant d'assurer, en toute hypothèse, le paiement de sa dette (capital et intérêts) en temps et en heure.

Il n'y a pas de pondération idéale et systématique de ces différents critères. La notation attribuée est la synthèse des aspects à la fois quantitatifs et qualitatifs évoqués au cas par cas par le comité de notation interne de S&P. La notation étant un exercice de comparaison, les performances industrielles, concurrentielles et financières de l'émetteur noté sont confrontées à celles de ses concurrents, tant sur le plan domestique qu'au niveau international.

Informations nécessaires et coopération de l'émetteur

Les informations nécessaires à l'analyse relèvent, d'une part, du domaine public sur la base des cinq derniers rapports annuels et des documents de communication externe diffusés par l'entreprise, et d'autre part, du domaine confidentiel telles que parts de marché, orientations stratégiques et financières. A cet égard, S&P est lié par un engagement écrit de confidentialité vis-à-vis des émetteurs notés.

La coopération de la société par la mise à disposition de chiffres prévisionnels et d'éléments stratégiques est essentielle car de la qualité des informations fournies dépend la qualité des notes attribuées. Par ailleurs, S&P a pour objectif d'attribuer des notes qui soient stables à moyen terme, en anticipant autant que possible la stratégie et donc la configuration industrielle et financière future de la société, au-delà des éventuels cycles économiques.

Il est clair que la coopération de la société dans le processus de notation est totale puisque S&P n'agit que sur la demande formelle et ne publie la note qu'avec son accord écrit.

Risque industriel

202

• *Risque sectoriel*

Les caractéristiques de ou des industries dans lesquelles l'entreprise est présente constituent un élément fondamental pour « positionner » le niveau de risque global de l'entreprise. Les éléments observés peuvent être les suivants :

- perspectives de croissance, de stabilité ou de déclin de la demande ;
- dépendance vis-à-vis des cycles économiques, des évolutions technologiques, des variations de taux de change ;
- intensité capitalistique et besoin en fonds de roulement ;
- cadre réglementaire, national et/ou européen ;
- la nature et l'intensité de la concurrence nationale et internationale.

L'analyse prend également en compte les spécificités locales ou régionales au sein d'une même industrie. Ainsi, l'analyse du secteur de la grande distribution pour lequel la concurrence est essentiellement locale, repose sur les spécificités et les comparaisons locales. En revanche, des secteurs très internationaux tels que l'énergie ou l'automobile sont appréciés sur un plan plus européen voire mondial.

Il est clair que certains secteurs sont considérés comme plus « risqués » que d'autres et exigent donc, pour un niveau de notes donné, une situation financière plus solide. Ainsi, des sociétés présentes dans des industries très cycliques telles que la sidérurgie, la construction ou la chimie de base doivent pouvoir résister financièrement à des cycles de grande amplitude.

En revanche, d'autres secteurs tels que la pharmacie ou les produits de grande consommation ont une plus grande capacité à maintenir un niveau de croissance suffisant et des marges satisfaisantes, même en période de récession économique.

- *Position concurrentielle*

Après avoir évalué le contexte sectoriel, S&P détermine les conditions de succès dans une industrie donnée, afin de pouvoir conclure sur les forces et faiblesses concurrentielles d'un émetteur. Ces conditions de succès ou zones de vulnérabilité identifiées ci-dessous ainsi que leur importance relative peuvent varier considérablement d'une industrie à l'autre.

— *Parts de marché* : l'analyse des parts de marché est souvent importante pour déterminer la position concurrentielle relative d'une entreprise sur ses marchés. Il convient néanmoins d'analyser non seulement les parts de marché, mais également la structure de ces marchés (concentrés ou fragmentés), leur stabilité éventuelle du fait, par exemple, de l'existence de contrats long terme, d'un réseau de distribution dense et efficace, et/ou de produits compétitifs et innovants.

— *Efficacité industrielle* : l'étude de la rentabilité opérationnelle et de la structure des coûts d'une entreprise est ici déterminante pour évaluer sa résistance dans des périodes difficiles et sa capacité à développer de nouveaux produits sans déstabiliser durablement sa rentabilité. Le coût de la main-d'œuvre en valeur absolue et relative est également un facteur important comme le montrent, par exemple, les difficultés que connaissent actuellement les industries lourdes en Allemagne.

— *Taille* : la taille de l'entreprise n'est pas en soi un critère de notation. Néanmoins, une certaine taille peut procurer des économies d'échelle, assurer un réseau de distribution cohérent, une diversification géographique et/ou produits bénéfique.

— *Diversification* : la diversification d'une société dans différents secteurs d'activité ou pays peut être un élément positif, dans la mesure où elle réduit la vulnérabilité à un marché, dans l'hypothèse où les industries ou les pays considérés ne sont pas tous exposés à la même cyclicalité.

— *Qualité du management* : évaluer l'aptitude d'une direction à prendre les bonnes mesures stratégiques est un exercice difficile et délicat. C'est néanmoins un critère important, dans la mesure où le degré d'agressivité ou, au contraire, de conservatisme du management va déterminer dans une large mesure la configuration stratégique et financière de la société à moyen terme.

L'analyse sectorielle et concurrentielle amène le comité de notation, composé exclusivement d'analystes confirmés de S&P, à retenir les critères les plus pertinents pour l'entreprise étudiée et à comparer les performances de celle-ci avec ses concurrents français et internationaux.

Risque financier

Ce domaine est évidemment au cœur de l'analyse, puisque la notation cherche à appréhender la capacité et la volonté d'un émetteur à servir et rembourser une dette. Il est important de souligner que « risque industriel » et « risque financier » sont étroitement liés : le premier détermine les conditions que doit respecter le second pour un niveau de note donnée. Ainsi, les conditions financières associées à un niveau de note dans un secteur particulier seront différentes de celles applicables, pour le même niveau, à un émetteur d'un autre secteur.

- *Base de données*

La notation se distingue de l'audit dans la mesure où l'analyse repose sur les comptes consolidés audités et transmis par l'entreprise sous sa responsabilité. Les aspects comptables plus particulièrement analysés sont :

- périmètre de consolidation ;
- politique d'amortissement des actifs corporels et incorporels ;
- formation des réserves et provisions ;
- évaluation des stocks ;
- engagements hors bilan (crédit-bail, garantie par l'émetteur de dettes non consolidées, dettes dans les filiales non consolidées globalement...).

204

La nécessité d'avoir une base de comparaison homogène sur le plan mondial amène S&P à effectuer un certain nombre d'ajustements comptables indispensables, sans pour autant retranscrire totalement les comptes aux normes anglo-saxonnes. Pour éviter les distorsions comptables, S&P concentre son analyse sur les flux qui sont « réels », par opposition aux données comptables telles que la situation nette ou le résultat net, qui peuvent varier d'un système comptable à l'autre et ainsi fausser les comparaisons internationales.

Ainsi, les ratios de couvertures des frais financiers par la Marge Brute d'Autofinancement (MBA) ou le résultat d'exploitation sont des ratios plus « dynamiques » et pertinents que le ratio classique d'endettement sur fonds propres.

- *Politique financière*

La politique financière poursuivie par la Direction générale est appréciée d'un point de vue historique et prospectif tant en termes quantitatifs que qualitatifs. Il est ici fondamental de comprendre comment le management juge sa propre situation financière et s'il se fixe des objectifs internes tels que le niveau absolu et relatif de l'endettement, la rentabilité des actifs investis, le taux de retour sur investissements et de croissance des résultats, le taux de distribution des dividendes.

Il est également essentiel d'apprécier la volonté du management de s'endetter davantage, et la flexibilité dont il dispose pour le faire. En outre, d'éventuels projets d'acquisitions peuvent être discutés en termes très généraux, afin de pouvoir déterminer l'impact financier possible en fonction de la taille de l'acquisition et du mode de financement.

- *Rentabilité*

La capacité bénéficiaire d'une société est certainement la meilleure protection dont disposent ses créanciers. Le taux de couverture des frais financiers par le résultat d'exploitation et celui de la dette par la MBA sont d'excellents moyens de mesurer la capacité d'un émetteur à faire face ponctuellement à ses obligations financières.

S&P analyse la récurrence des niveaux de rentabilité plutôt que leur niveau absolu. En effet, ces niveaux diffèrent d'une industrie à l'autre ; ainsi, les laboratoires pharmaceutiques ont des marges sur chiffre d'affaires relativement élevées mais des niveaux de retour sur capital investi plus faibles, tandis que dans le secteur de la défense et de l'aéronautique, les retours sur capitaux investis sont élevés alors que les marges sur ventes sont faibles. Les comparaisons sectorielles sont donc plus pertinentes.

Cependant, des différences dans les normes comptables peuvent fausser les comparaisons car certaines pratiques comptables privilégient la prudence et le « lissage » des résultats, alors que d'autres tendent à maximiser les résultats à court terme. C'est pourquoi, S&P privilégie dans ses analyses les mesures basées sur les flux réels, telles que la MBA au détriment de mesures plus comptables, où les risques de distorsions dans les comparaisons sont plus grands.

205

- *Endettement financier-protection des actifs*

La qualité de crédit d'une société est largement fonction de sa plus ou moins grande dépendance à l'égard de financements extérieurs, et de la nature des actifs financés. L'analyse par S&P de la structure financière proprement dite repose sur l'importance des dettes financières totales (à long et court terme) par rapport aux capitaux propres et à la MBA. Aux dettes financières, l'on peut également ajouter les engagements hors bilan, considérés comme des substituts à de la dette classique (crédit bail, escompte) et/ou des dettes non consolidées mais dont l'entreprise est solidaire (dettes de filiales non consolidées par exemple).

Par ailleurs, la composition de la dette est analysée par échéance, taux, devises. S&P tient également compte des liquidités disponibles, souvent importantes dans les sociétés européennes. L'analyse de l'endettement est alors faite sur une base nette tant au niveau des dettes (d'où les liquidités sont déduites) que des frais financiers (d'où sont déduits les produits financiers). Il est important que, dans ce cas, ces liquidités soient directement accessibles et non nécessaires à l'exploitation courante.

L'analyse des capitaux propres peut également amener S&P à faire des ajustements pour tenir compte de différents traitements comptables de la survaleur. Ainsi, certaines sociétés européennes amortissent en une seule fois la survaleur en diminution des capitaux propres, alors que d'autres l'amortissent sur une longue période en diminution du résultat net.

L'évaluation des actifs, de leur qualité, et leur comparaison sur le plan international constituent là encore un exercice délicat, car les règles de réévaluation varient d'un système comptable à l'autre. C'est lors des réunions avec l'émetteur que S&P pourra réévaluer de manière prudente les actifs importants et exhiber d'éventuelles plus ou moins-values latentes, tels que les hôtels pour un groupe hôtelier ou des participations anciennes non cotées pour une société holding.

- *Adéquation de la Capacité d'Autofinancement (CAF)*

Il est important d'apprécier dans quelle mesure une entreprise peut autofinancer ses besoins courants (besoins en fonds de roulement, investissements industriels, dividendes), et générer en conséquence un surplus d'autofinancement, afin de diminuer l'endettement et/ou de financer la croissance externe. Il est clair que certaines industries sont plus capitalistiques que d'autres et nécessitent soit d'importants investissements — la sidérurgie ou l'automobile —, soit des besoins fonds de roulement élevés — les fournisseurs de la grande distribution, les producteurs de vins et spiritueux.

206

S&P prend également en compte la relative flexibilité financière dont peut disposer une entreprise : peut-elle, par exemple, retarder dans le temps ses programmes d'investissements ? En outre, sur la base des anticipations de marché, l'évaluation des besoins en fonds de roulement futurs est appréciée.

La présence d'actionnaires minoritaires dans les filiales d'un groupe peut limiter l'accès de la maison-mère à la totalité de la capacité d'autofinancement de ses filiales. Par ailleurs, le taux de distribution des dividendes peut varier considérablement d'un pays à l'autre, de même que la pratique du dividende payé en actions. Enfin, l'importance des dividendes reçus par rapport aux droits d'un actionnaire aux résultats d'une filiale peuvent faire varier considérablement la MBA, qui doit être ajustée en conséquence pour être nette des dividendes reçus.

- *Flexibilité financière*

L'évaluation de la flexibilité financière d'une entreprise détermine ses besoins de financement et les alternatives possibles sur la base de différents scénarios économiques. L'objectif est de mesurer la capacité d'une entreprise à maintenir globalement sa situation financière, même dans un environnement économique maussade et donc avec des volumes et des marges plus vulnérables.

La flexibilité ou visibilité financière relative de l'émetteur peuvent s'appuyer sur une situation de sous-endettements, des cessions d'actifs, et/ou l'accès à des sources de financement externe (banques, marchés).

L'analyse de la liquidité constitue un élément important de la flexibilité financière, contribuant à apprécier la capacité d'un émetteur à faire face, ponctuellement, à ses obligations financières. Dans le cas de la notation de programmes de Titres de Créances Négociables (TCN), S&P considère comme important le maintien d'un volant de liquidités disponibles sous forme de lignes de crédit confirmées et non utilisées, et/ou de solde de trésorerie positif. Ceci doit permettre à un émetteur de faire face à toute crise de liquidité et donc de problème de refinancement sur les marchés des TCN. A cet égard, S&P a mis en place un suivi trimestriel de la liquidité sous forme d'un document récapitulatif à remplir par l'émetteur.

À l'issue d'une analyse approfondie des risques industriels et financiers de l'entreprise à noter, les membres du comité de notation procèdent à un vote collégial et consensuel, dont la société est alors informée avec, à l'appui, justifications et comparaisons.