

République Algérienne Démocratique et Populaire
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université d'Alger 3
Faculté des Sciences Economiques, Sciences Commerciales et des Sciences de Gestion

Thèse de Doctorat en Sciences Economiques

Option : Gestion

***LE SYSTEME DE NOTATION, MOYEN DE
DEVELOPPEMENT DU MARCHE OBLIGATAIRE***

Élaborée par : ZERFA Zahia

Encadrée par : Pr. DEBBOUB Youcef

Thèse soutenue publiquement le 24/05/2014 devant le jury composé de :

Pr. TAYEB Yacine	Président
Pr. DEBBOUB Youcef	Encadreur
Pr. IRATNI Belkacem	Membre
Pr. BERRAG Mohamed	Membre
Pr. ADLI Zoheir	Membre
Dr. KECHROUD Bachir	Membre

Remerciements

Au terme de ce travail, je tiens en ces quelques lignes à exprimer ma reconnaissance envers tous ceux qui, de près ou de loin, y ont contribué.

Je tiens tout d'abord à adresser mes remerciements les plus sincères à mon encadreur Monsieur Youcef DEBBOUB pour avoir dirigé cette thèse et de m'avoir donné la liberté d'action dans sa réalisation. Je tiens particulièrement à le remercier pour son soutien et son encouragement.

Mes remerciements vont aussi à ma famille et mes amis qui n'ont cessé, par leurs encouragements et leur compréhension, de me pousser et de me soutenir pour finir cette thèse.

Mes plus grands remerciements vont aussi à Monsieur Noureddine SBIA, à qui je dois toute la reconnaissance et la gratitude pour le grand appui qu'il m'a procuré dans l'accomplissement de ce travail.

Je tiens également à remercier Monsieur Lyes KERAR, pour tous ses conseils et ses orientations, ainsi que mes collègues Yasmina et Samia pour leur soutien.

Un grand merci à Monsieur BOUDJMAA, Mme KHERCHI et le directeur de l'INPS pour l'énorme aide qu'ils m'ont fourni pour la publication de l'article sans lequel je n'aurais pu soutenir cette thèse.

Mes derniers mots s'adressent à mes neveux Salah Eddeine, Ikram, hichem, Imène et rayane à qui je souhaite toute la réussite et le succès.

***Merci à tous ceux qui nous ont appris que le savoir est le chemin qui nous guide
vers la lumière du jour.***

ملخص باللغة العربية

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة ، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية ، وتتمتع هذه الأسواق بأهمية خاصة لما تزاوله من نشاط حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تيسير حصول الفئات ذات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من الفئات ذات الفائض إذ : " يعتبر الهدف الأساسي من وجود الأسواق المالية في الاقتصاد القومي هو تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية، التي تتوفر فيها أموال فائضة عن احتياجاتها الاستثمارية، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الأموال، بالقياس إلى حجم برامجها الاستثمارية"¹.

انطلاقاً من الدور الهام الذي تلعبه هذه الأسواق في حشد المدخرات وتوجيهها لمجالات الاستثمار المتنوعة وتوفير مصادر التمويل للمشروعات الاقتصادية المختلفة و في إطار المنافسة الشديدة، أصبح لزاماً على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية و المحافظة على مكانتها أن تولي اهتماماً كبيراً لأسواق رأس المال وتعمل على تطويرها و عصرنتها على جميع المستويات؛ إلى جانب العمل على زيادة و تنويع الأدوات المالية المتداولة بها.

و قد أدى تطوير هذه الأسواق و الأدوات المتعامل بها إلى تصنيفها من خلال عدد من المعايير أو الخصائص الرئيسية لها، سواء من حيث مكان التداول أو كيفية الإصدار أو تواريخ الاستحقاق:

• حسب الإصدار :

- السوق الأولى : : وفيه يتم عرض الأموال والطلب عليها؛ وذلك عن طريق إصدار أدوات مالية تمثل هذه الأموال حيث يتم الإصدار لأول مرة من قبل المؤسسات من أجل تمويل مشروعاتها ولدفع عملية التنمية الاقتصادية.
- السوق الثانوي : وهو السوق الذي يتم فيه تداول أوراق مالية أصدرت في السوق الأولى ومستوفية لشروط معينة ، ويتم تداولها من خلال وسطاء معتمدين وبحسب الأنظمة والتعليمات المعمول بها.

• حسب تاريخ الاستحقاق :

- السوق النقدية: وهي السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، وعادة تكون تواريخ استحقاقها أقل من سنة و يكون الهدف منها توفير السيولة.
- السوق المالية: وهي السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية طويلة الأجل و التي يتجاوز تاريخ استحقاقها السنة وقد يصل إلى الثلاثين عام.

¹مقدمة في الأسواق المالية، د .هدى محمد رشوان، ص 8، 2005.

• حسب الأدوات المتداولة :

- سوق الأسهم: و هي السوق التي يتم فيها تداول سندات الملكية التي تصدر من قبل الشركات بهدف رفع أو فتح رأسمالها. و يقصد بالسهم نصيب أو حق المساهم في رأس مال شركة المساهمة، كما يقصد به أيضاً الصك أو السند المادي المثبت لهذا الحق.
- سوق السندات: تمثل السندات أحد أهم الأدوات التي تلجأ إليها الشركات سواء كانت خاصة أو عامة وذلك للحصول على قروض لتمويل مشروعاتها بدلا من اللجوء إلى زيادة رأس المال.

و على غرار سوق الأسهم، فإن سوق السندات تحضى بمكانة مرموقة في تطوير الاقتصاديات وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني، وتزيد من معدلات رفاهية أفرادها. و قد ازدادت أهمية هذه الأسواق خلال الأزمة المالية، إذ أصبح الاستثمار فيها من أشهر الاستثمارات التي تتجه إليها المؤسسات المالية الكبرى وكبار وصغار المستثمرين في العالم.

و من جهة أخرى، فإن سوق السندات تتيح توفير أدوات دين متنوعة يمكن للمستثمرين استخدامها لتنوع محافظهم الاستثمارية، و هي تختلف باختلاف جهة الإصدار أو مميزات السند نفسه حيث تنقسم إلى :

• السندات الحكومية :

و هي صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام وتمثل قروضا تحصل عليها الحكومة من الأفراد أو الهيئات بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم.²

• سندات الشركات :

وهي صكوك مديونية تصدر من قبل الشركات، الخاصة و العامة، لتمويل التوسعات و التطوير وشراء معدات حديثة. وهي تصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على سندات الحكومة نظرا أن حاملها أكثر تعرضاً لمخاطرة الائتمان من حامل السند الحكومي والمترتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية. وقد قسم فقهاء القانون السندات التي تصدرها الشركات إلى عدة أنواع :

- سندات العائد الثابت: "هي سندات تصدر بمعدل فائدة ثابت حتى تاريخ الاستحقاق وبنسبة مئوية من القيمة الاسمية. ويتم دفع كوبون الفائدة سنوياً أو كل نصف سنة أو ربع سنة على حسب ما تقرر الجهة المقترضة أو المصدرة للسندات".³

² سندات تصدرها الحكومة للإنفاق العام
³ "نبذة عن الاستثمار في السندات"، البورصة خطوة خطوة: البورصة المصرية، 2011.

- السندات ذات العائد المتغير: هي سندات تصدر بفوائد متغيرة حيث يتم تغيير الفوائد أو الكوبونات على السندات بما يتماشى مع المتغيرات في مؤشر معين تختاره الشركة المصدرة للسندات مثل سعر الفائدة على أذون الخزانة أو سعر الخصم أو معدل الليبور⁴ "LIBOR"، وهذه السندات تحمي المصدر في حالة حدوث انخفاض في أسعار الفائدة السارية في السوق.
- السندات الخالية من الكوبونات "صفر كوبون": هي سندات لا يوجد فيها كوبونات حتى وقت الاستحقاق ويتم تسديدها بقيمة أعلى من قيمة الإصدار، حيث يمثل الفارق مبلغ الفائدة لفترة الاستحقاق.
- السندات القابلة للتحويل: هي سندات يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، من أسهم الشركة المصدرة للسند، بتاريخ وبسعر محدد مسبقاً. ويكون لصاحب السند حرية الاختيار في ممارسة حقه، في تحول السند إلى سهم، أو استرداد قيمة السند الأصلية، في تاريخ الاستحقاق.

من المعلوم أن كل أداة استثمار تشتمل على درجة ما من المخاطر وتتوقف سلامة قرار الاستثمار للمستثمرين على تفهم هذه المخاطر ومعرفة كيفية موازنتها مع العوائد المحتملة. ورغم المزايا المتعددة التي تضمنها عملية الاستثمار في السندات مثل ثبات العائد، ودرجة الأمان التي توفرها السندات كأوراق مالية، إلا أن المستثمر في السندات يتعرض لجملة من المخاطر قد تؤدي إلى خسارته، وأهم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات ما يلي:

- **المخاطرة المنتظمة "مخاطر السوق"**: تعرف بأنها المخاطر المتعلقة بالنظام ذاته، ومن ثمة فإن تأثيرها يشمل عوائد جميع السندات التي تتداول في البورصة، وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها كحدوث حرب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي ولا توجد سياسة لحماية المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث. ومن بين هذه العناصر:

- **مخاطر التضخم**: يتسبب التضخم في تآكل قيمة الأصول أو الدخل حيث أن التضخم من شأنه أن يقلل من قيمة العملة.
- **مخاطر سعر الفائدة**: في حالة ارتفاع سعر الفائدة في السوق تنخفض قيمة السندات التي توزع عائد ثابت.
- **المخاطر السياسية**: الأخبار والسياسيات المتفائلة والمتشائمة تؤثر على الأسعار.

- **المخاطر غير المنتظمة**: هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بالشركة المصدرة، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ويمكن حماية المستثمر لنفسه من تلك المخاطر عن طريق تنويع استثماراته. وفي هذا الصدد هناك ما يسمى ب:

⁴ London Interbank Offered Rate

- **مخاطر النشاط:** وهي المخاطر المتعلقة بطبيعة المنتج والعملاء والصناعة التي تنتمي إليها الشركة.
- **مخاطر الائتمان:** وهي عدم مقدرة مصدر السندات على الوفاء بالتزامه تجاه حملة السندات في الوقت المحدد من حيث سداد الفوائد أو الكوبونات أو القيمة الاسمية، أصل المبلغ المقترض في حالة الإفلاس أو تحقيق خسائر فادحة.
- **مخاطر الإفلاس:** وهي متعلقة بإفلاس و من ثم إغلاق الشركة و ربما عدم قدرتها على سداد ديونها.
- **مخاطر السيولة:** وهي تلك المخاطر التي ترتبط بعدم قدرة المستثمر على بيع سنداتته وتحويلها إلى سيولة نقدية نتيجة لعدم وجود طلب عليها.

إن تحقيق التوازن بين العرض و الطلب و تخفيض درجة المخاطر يتوقف إلى حد كبير على مدى توفر المعلومات و تماثلها بالنسبة لجميع المستثمرين. ذلك أنه كلما زادت درجة الإفصاح و توفرت المعلومات التي يحتاجها المستثمر، وكلما انخفضت تكاليف الحصول على هذه المعلومات، كلما أدى ذلك إلى زيادة حجم المعاملات و سرعة تنفيذها، وبالتالي تعبئة المدخرات و توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية. و عليه تساهم أسواق رأس المال التي تتسم بالكفاءة في رفع كفاءة المشروعات، بالشكل الذي من شأنه أن يساهم في تفعيل نشاط الاقتصاد. كما أن طبيعة المعلومة في حد ذاتها تحدد درجة كفاءة سوق رأس المال، والتي تظهر في صيغ مختلفة، إذ يقسم الباحثون، و من بينهم EUGENE FAMA، الكفاءة إلى ثلاث مستويات مختلفة، تتمثل في فرض الصيغة الضعيفة، فرض الصيغة متوسطة القوة، و فرض الصيغة القوي.

وتعني كفاءة السوق أن سعر الورقة المالية المتداولة في تلك السوق، في تاريخ معين، يعكس المعلومات المتاحة عن تلك الورقة حتى هذا التاريخ، وأن أي معلومات جديدة عن هذه الورقة ستنعكس وبصورة فورية على السعر فور إتاحة هذه المعلومات للمتعاملين في السوق. و يتم تصنيف كفاءة السوق إلى ثلاثة أنواع رئيسية، تتمثل في⁵:

- **كفاءة تخصيص الموارد:** يشير هذا المفهوم إلى ضمان تحقيق السوق للتخصيص الكفاء للموارد المتاحة، بما يضمن توجيهها إلى الأنشطة ذات العائد الأعلى؛
- **كفاءة التشغيل:** تعرف أحيانا بالكفاءة الداخلية، وهي تعبر عن مدى قدرة السوق على خلق حالة من التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المشاركين في السوق تكاليف مرتفعة، وبحيث لا يتمكن أي من الأفراد أو الجهات من تحقيق هامش ربح أعلى؛
- **كفاءة المعلومات:** يطلق عليها كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية وهي تعبر عن سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، دون فاصل زمني كبير، وأن لا يتحمل هؤلاء

⁵ " *The Essentials of An Efficient Market and Implications for Investors, Firms and Regulators*", S.MENSAH, SEM Financial Group/African Capital Markets Forum, UNECA Workshop on African Capital Markets Development, 27-29 October 2003.

المتعاملين في السوق تكاليف كبيرة في سبيل الحصول عليها، بحيث أنها تضمن أن يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة، فكافة المشاركين يمتلكون نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، ويصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.

أما فيما يتعلق بالصيغ المختلفة للكفاءة، و كما سبق الإشارة إليه، فهي تتمثل في ثلاث صيغ مختلفة تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة:

- **فرضية الصيغة الضعيفة:** تقتضي هذه الفرضية أن سعر التداول للسندات يعكس المعلومات التاريخية فقط، كالتغيرات في أسعار وأحجام المعاملات، العوائد وأسعار الفائدة السابقة، بمعنى أنه في إطار فرض الصيغة الضعيفة لسوق رأس المال لن يستطيع أي مستثمر أن يعتمد على المعلومات الماضية الخاصة بالسند المعني، من أجل التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم مستقبلاً.
- **فرضية الصيغة المتوسطة:** تفترض أن أسعار السندات لا تعكس المعلومات التاريخية فحسب، وإنما تعكس أيضاً كافة المعلومات المتاحة المنشورة لعامة الناس. و بالتالي يصعب على المستثمر أن يحقق أرباح غير عادية نظراً لتعديل السعر وفقاً للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة.
- **فرضية الصيغة القوية:** وفقاً لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية للسندات كل معلومة متوفرة، كذلك المتحصل عليها من طرف الجمهور (العامة)، و تلك المتحصل عليها من طرف المتدخلين أصحاب الامتيازات (المحللين الماليين، مسيري رأس المال... الخ). وبذلك لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق عوائد غير عادية.

و ما يجدر بالذكر في هذا الصدد، فإن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على كفاءة نظام المعلومات، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها. إذ أن "غياب المعلومات يفسح المجال لاستغلالها من قبل عدد محدود من المتعاملين في إنجاز معاملات غير عادلة، لأنها تقوم على استغلال معلومات لا يملكها غيرهم، وبالتالي فحصول بعض المتعاملين على معلومات مهمة، غير منشورة، قبل غيرهم، يمكنهم من تحقيق أرباح مميزة"⁶.

و في هذا الإطار، يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى تقليص دور الأسواق المالية نتيجة لإحجام الكثير من الأفراد المدخرين عن التعامل مع هذه الأسواق وإحجام الشركات الجيدة عن دخول هذه الأسواق خوفاً من بيع أوراقها المالية بأقل من قيمتها الحقيقية، الأمر الذي يعني حجب مدخرات المجتمع عن الفرص الاستثمارية الجيدة التي تفيد الاقتصاد القومي وترفع مستوى معيشة الأفراد.

يقصد بعدم تناظر المعلومات في السوق المالية، عدم إمام أحد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية عن الطرف الآخر في هذه الصفقة ما يمنعه من اتخاذ القرار السليم، ويترتب على ذلك ظهور نوعين من

⁶ نهلة أبو العز، "الميزانية مفتاح الشفافية: تقرير المراجع دليل المستثمر الذكي والإفصاح المحاسبي ضرورة"، جريدة الاقتصادي، العدد 1844، مصر، 2003/10/13، عن موقع، www.ik.ahram.org.eg.

المشكلات التي تعتبر من أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية؛ تحدث الأولى قبل إتمام الصفقة وتسمى مشكلة الاختيار السيئ⁷، بينما تحدث الثانية بعد إتمام الصفقة وتسمى مشكلة مخاطر سوء النية⁸.

والتغلب على هذه المشكلة يكون بتوفير المعلومات الكافية لجميع المتعاملين في السوق وذلك من خلال إنشاء شركات متخصصة في عملية جمع وإنتاج وبيع المعلومات التفصيلية التي تميز بين الشركات الجيدة، وسن التشريعات الحكومية التي تلزم الشركات التي تطرح أوراقها المالية للبيع داخل الأسواق المالية بالإفصاح عن نفسها و ذلك بنشر المعلومات الصحيحة عن أرباحها و خسائرها وأصولها والتزاماتها وتطبيق المعايير المحاسبية المعتمدة دولياً.

و لعل أهم مصادر سد فجوة عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين بالسوق المالية هو التصنيف الائتماني الذي أصبح يشكل في الآونة الأخيرة أحد أهم الوسائل لتقييم المخاطر المتعلقة بإصدارات الدين، سواء للشركات أو الحكومات، وقدرة المصدر على الوفاء بتسديد فوائد الدين والإقساط المترتبة عليه.

يعرف التصنيف الائتماني بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملائمة المؤسسة المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية؛ وفي نفس الوقت، لا يعتبر التصنيف ضماناً بقدره المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها. كما يعبر التصنيف عن تقدير حجم مخاطر الائتمان المرتبطة بالمصدر (الشركة) فإنه يعبر أيضاً عن نوعية وجودة أوراق المديونية كالسندات والصكوك التي تصدرها الحكومات والشركات والمؤسسات المالية.

يرجع تاريخ نشأة التصنيف الائتماني إلى أكثر من قرن و يعد صاحب الفكرة جون مودي John Moody و هو أول من أصدر مؤشرات الجدارة الائتمانية عندما صُنّف سندات شركة السكك الحديدية في الولايات المتحدة الأميركية عام 1909. وبعد ذلك، انتشر تصنيف الحكومات والمؤسسات والسندات على نطاق واسع، وبحلول عام 1929 كانت وكالة موديز لخدمة المستثمرين Moody's Investors Service والتي أسسها جون مودي تقوم بتصنيف 50 حكومة تصدر سندات إقراض دولياً.

وخلال فترة التسعينيات من القرن العشرين وحتى الآن، ازداد نشاط التصنيف الائتماني، وتعددت أنواعه، وأصبح هناك العديد من الوكالات المحلية والإقليمية والعالمية التي تقوم بعملية التصنيف الائتماني وإصدار درجات الجدارة الائتمانية وأبرز هذه الوكالات وكالة موديز لخدمة المستثمرين Moody's Investors Service ووكالة ستاندرد أند بورز Standard & Poor's ، ووكالة فيتش للتصنيف Fitch Ratings، وكل منها يمارس نشاطه في تقويم قدرة الدول والشركات والمؤسسات المالية على

⁷ تتمثل في عدم قدرة أصحاب الأموال على التفرقة بين الصالح والطالح من المنظمات التي تسعى للحصول على هذه الأموال لتمويل أنشطتها الاستثمارية، الأمر الذي قد يعرضهم للاختيار السيئ أي توجيه مدخراتهم للطالح من المنظمات وما يترتب عليه من نتائج غير مرضية.

⁸ مخاطر سوء النية من قبل مستخدمي الأموال الذين يقومون باستخدام الأموال في أنشطة لا يرضى عنها أصحاب الأموال كالأنشطة الغير منتجة أو مرتفعة المخاطر، الأمر الذي يزيد من فرص عدم قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم المالية اتجاه أصحاب الأموال فعلى سبيل المثال نجد أن عدم تماثل المعلومات بين مديري الشركات و حملة الأسهم العادية يعرض حملة الأسهم لهذا النوع من المشكلات .

الوفاء بالتزاماتها المالية بصورة دورية فيما يزيد عن 150 دولة، حيث تنتشر فروع هذه الوكالات في كثير من دول العالم.

تسيطر كل من "ستاندرد أند بورز" و"موديز" على تصنيف أكثر من 80% من إصدارات الدين حول العالم سواء للشركات أو الحكومات أو البلديات والحكومات المحلية فيما تعد "فيتش" أقل سمعة نسبياً، مقارنة بالشركتين الأخريين . وبالعموم، فإن الشركات الثلاث تسيطر على ما يراوح ما بين 90 و95% من سوق إصدار الديون في العالم.⁹

و قد بدأت هذه الشركات ببسط سيطرتها ونفوذها على سوق الدين والسندات بعد أن أصدرت هيئة الأوراق المالية الأمريكية (SEC) تنظيماً في عام 1975 يعتمد هذه الشركات الكبرى مزوداً لخدمات التصنيف الائتماني، ويلزم بعض الصناديق الاستثمارية والمؤسسات المالية بالاستثمار في أدوات الدين ذات الجدارة الائتمانية المرتفعة، ما أدى إلى تسابق الشركات للحصول على تصنيفات ائتمانية مرتفعة حتى تكون ديونها مرغوبة من قبل شريحة كبيرة من المستثمرين، الأمر الذي ساعد على احتكار هذه الشركات .

تلعب شركات التصنيف الائتماني دوراً أساسياً في الأسواق المالية الحديثة من حيث دعم عنصر الشفافية في الأسواق عن طريق تزويد المستثمرين بالمعلومات اللازمة لاتخاذ قراراتهم بثقة أكبر. وهي تساهم بشكل فعال في حل مشكلة القصور في كفاءة المعلومات والبيانات بين المقرضين والمقترضين من جانب المقرضين والمستثمرين من جانب آخر وفي الكشف عن الملاءة المالية وتحديد درجة المخاطر المرتبطة بالشركات. و هي تعمل ضمن معايير و شروط أهلية محددة من طرف المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، تتمثل أساساً في:

- **الموضوعية:** يجب أن تكون الطريقة التي تتعهد بها مهام تصنيفات الائتمان شديدة الدقة ومنتظمة وأن تخضع التصنيفات للمراجعة المستمرة وأن تستجيب للتغيرات في الحالة المالية؛
- **الاستقلالية:** تتمثل في عدم وجود ضغوط سياسية أو اقتصادية على وكالة التصنيف الائتماني تؤثر على تقييمها؛
- **الشفافية:** تكمن في إتاحة التقييمات لكل من يريد الاطلاع عليها وبشروط متساوية؛
- **الإفصاح:** ينبغي على مؤسسة التصنيف أن تفصح عن المعلومات الخاصة بالطرق التي تستخدمها في التصنيف؛
- **الموارد:** ينبغي أن يكون لشركة التصنيف الائتماني موارد مادية وبشرية ذات كفاءة تسمح لها بالقيام بأعمال تقييم ذات جودة مرتفعة؛
- **المصداقية:** تعتمد أساساً على وجود إجراءات داخلية تمنع إساءة استخدام المعلومات السرية.

⁹ http://www.iinvest.gov.eg/iinvest/html/topics/topic_03.html

وتستعمل وكالات التصنيف رموزا لوصف الجدارة الائتمانية تبدأ من AAA كأعلى تصنيف ائتماني نزولا للتصنيفات الأقل جدارة عبر الحروف AA و A و BBB وهكذا، كما يوضح الجدول التالي:

توضيح للرموز المستعملة من قبل وكالات التصنيف			
الوصف	موديزز Moody	فيتش Fitch	ستاندر اند بورز P&S
الأكثر أماتا	Aaa	AAA	AAA
جدارة ائتمانية عالية	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
جدارة ائتمانية متوسطة إلى عالية	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
جدارة ائتمانية متوسطة إلى أقل من متوسطة	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
غير استثمارية	Baa1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
مخاطرة	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
مخاطرة عالية	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC	
	Caa3	CCC-	
متعثرة			
	C		
			DDD
			DD
		D	D

تعتمد هذه التصنيفات على تحليل، باستخدام نماذج إحصائية من قبل محلي ائتمان متخصصين، لكافة البيانات المالية وغير المالية المتاحة عن مصدري سندات الدين للوصول إلى مقياس يعكس الواقع إلى أكبر درجة. وللوصول إلى هذه التصنيفات فإنه عادة ما يتم تطبيق منهجية لكل قطاع و تقييم المخاطر

باستخدام معايير كمية وكيفية وتحليل مؤشرات مالية كإيرادات الشركة ، أرباحها ، جودة أصولها ، حجم مديونيتها، مؤشرات السيولة، وكفاية رأس المال بالإضافة إلى عناصر أخرى كالمكانة في السوق والعلامة التجارية وحصتها السوقية.

وتكمن أهمية الحصول على تصنيف ائتماني أعلى، في مستوى الفائدة التي يتوجب على مصدر الديون دفعها، فكلما ارتفع التصنيف الائتماني كلما انخفض مستوى الفائدة، وكلما انخفض التصنيف الائتماني كلما زاد سعر الفائدة التي يتطلب دفعها من قبل الجهة المصدرة.

كما تكمن أهمية الحصول على تصنيف ائتمان أعلى في عدد المستثمرين الذين يرغبون في شراء إصدار دين معين، وذلك نظرا لأن العديد من المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار لا تستثمر إلا في أدوات الدين ذات الجدارة الائتمانية المرتفعة لذلك فإن انخفاض التصنيف لإصدار معين يعني بالضرورة انخفاض الإقبال عليها وصعوبة تغطيتها، نظرا لعزوف هذه الصناديق والمؤسسات المالية عن شرائها.

و في هذا السياق، فقد تقرر في اتفاقية بازل 2 "ربط أي قرض تجاري بتصنيف صادر من طرف ثالث متخصص مستقل (مؤسسة تصنيف ائتماني) بهدف تقليل عنصر المخاطرة وعدم تعريض أموال المودعين في المؤسسات المالية لمخاطر الائتمان لهذا فرضت كثير من الدول بموجب النظم واللوائح على البنوك ألا يتم منح أي قرض تجاري إلا بعد خضوع الجهة المقترضة لعملية التصنيف"¹⁰.

و رغم الدور الفعال الذي تلعبه هذه الوكالات في تطوير سوق سندات الدين خاصة و الأسواق المالية عامة إلا أنه ذاع صيتها خلال السنوات الماضية عبر سلسلة من الأحداث بدأت بفشلها في تقدير المخاطر المتعلقة بسندات الرهن العقاري والسندات المهيكلة والتي أدت إلى نشوء الأزمة المالية العالمية في نهاية عام 2008 وتعرضها لانتقادات واسعة على إثر ذلك. و يعود سبب هذه الانتقادات إلى أن في الفترة ما بين عامي 2004 و 2007 قامت الوكالات بإعطاء تصنيفات AAA للكثير من إصدارات السندات المدعومة بالرهن العقاري التي قامت المصارف بإصدارها، واعتمدت الوكالات في تقييمها لهذه السندات على فرضية أن أسعار العقارات ستواصل ارتفاعها، ولم تقترض احتمال حدوث تخلف جماعي بسبب الركود، مما أدى إلى زيادة الطلب عليها من قبل المستثمرين بسبب فرضية أنها استثمارات آمنة لن تتأثر بتقلب الأسواق، الأمر الذي تسبب بدوره في انخفاض أسعار الفائدة على الرهن العقاري في الولايات المتحدة، وبالتالي حدوث ما يمكن وصفه بالفقاعة العقارية، وكان الربح الأكبر هو الوكالات التي جنت مبالغ طائلة من تصنيف هذه السندات المدعومة بالرهن العقاري.

و قد شكل، في هذا الصدد، تضارب المصالح وغياب الحيادية أبرز الاتهامات التي وُجّهت إلى هذه الوكالات وأثرت في صدقية تقييماتها. ولعلّ أساس هذه الاتهامات يرتكز على حقيقة أن عمل وكالات التصنيف يعتمد على الرسوم التي يتم تقاضيها من الهيئات والشركات التي تطلب تصنيفها أو تقييمها ائتمانياً، إضافة إلى أن وكالات التصنيف تفتقر إلى وجود الشفافية وكفاءة معايير الرقابة الداخلية، فهذه

¹⁰ "التصنيف الائتماني و علاقته باتفاقية بازل 2"، د.أماني بورسلي، Capital Standards، ص 6، الكويت 2011.

الوكالات لا تقوم بتوثيق الأسباب والمعايير التي اتبعتها لجنة التصنيف التابعة للوكالة لخفض أو رفع تصنيف شركة أو دولة، كما أشارت إلى ذلك هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية في تقريرها الذي صدر في ديسمبر من عام 2011.

و ما يجدر بالإشارة له في هذا الصدد، أنّ الأزمة المالية العالمية أدت إلى قيام الشركات المحلية بمراجعة سياساتها التمويلية وتقليل الاعتماد على المصادر قصيرة الأجل. و رغم الخسائر الوخيمة التي خلفتها الأزمة و الانتقادات و الاتهامات التي وجهت لوكالات التصنيف الائتماني إلا أنّ التصنيف و وكالات التصنيف لازلت تحضي بمكانة مرموقة في دعم الأسواق المالية بالمساهمة الفعالة في رفع الشفافية وتحليل الجدارة الائتمانية لمصدري سندات الدين والأدوات المالية بشتى أنواعها.

للتصنيف فوائد عديدة تستفيد منها الأجهزة الرقابية، والبنوك والمؤسسات المالية، والمستثمرين أفراد ومؤسسات، وكافة الشركات والجهات المصدرة للأوراق المالية، والصناديق الاستثمارية، والجهات المتقدمة للحصول على تسهيلات ائتمانية. و يمكن حصر هذه الفوائد المتعددة في النقاط التالية:

- تحفيز نمو السوق المالي عامة و سوق سندات الدين خاصة؛
- الزيادة من ترابط الأسواق المحلية والعالمية؛
- تعزيز مستوى الشفافية ورفع كفاءة البيانات المتوفرة عن الشركات والأدوات الاستثمارية؛
- مساندة المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ؛
- توفير قاعدة معلوماتية لمتخذي القرار الاستثماري ؛
- تعزيز متانة الجهاز المالي ؛
- تعزيز الشفافية في الأسواق المالية ؛
- تطبيق أعلى المعايير الموضوعية والمستقلة بشفافية ؛
- تخفيض تكلفة التمويل على المؤسسات المالية ذات الملاءة المالية الأعلى.

و نظرا للأهمية البالغة التي تكتسيها وكالات التصنيف و الدور الحاسم الذي يلعبه التصنيف الائتماني في تطوير سوق السندات، فمن المهم أن تحظى السوق المالية الجزائرية بمؤسسات و نظم تقييم من هذا القبيل، خاصة أنها تعاني من ركود النشاط بها و قلة السيولة و عدم ثقة المستثمرين للتعامل بالأوراق المتداولة بها.

إنّ فكرة إدخال التصنيف المالي في السوق المالية الجزائرية يجد مبرراته في كون أن البيئة المالية الجزائرية تفتقر لأدوات التقييم المستقل لمخاطر الائتمان بهدف التمييز بين المستويات المختلفة للمخاطر، إضافة إلى تعزيز الشفافية ومنح المستثمرين أداة جديدة من شأنها أن تسهل عليهم اتخاذ قراراتهم الخاصة بالاستثمار في السندات، هذا من جهة و من جهة أخرى و بالنسبة لمصدري السندات فإنّ عملية التصنيف الائتماني ستسمح بالتقليل من تكلفة القرض و ذلك بإحلال التصنيف محل الضمانات المالية أو العقارية التي يستوجب على الشركات المقترضة أن تقدمها إثر عملية الإصدار. و ليس هناك أدنى شك في أن هذا

النظام سوف يساهم إسهاما كبيرا في تطوير سوق رأس المال بشكل عام وسوق سندات الدين بشكل خاص.

و من ناحية أخرى، فإنّ السوق المالية الجزائرية، بما في ذلك سندات الدين، تعاني من مشكل حاد في السيولة؛ و وفقا للدراسات التي أجريت من قبل مصادر مختلفة، بما في ذلك صندوق النقد الدولي، فإن التصنيف من شأنه أن يعزز الشفافية و درجة المعلومات المتاحة على مخاطر الائتمان، وبالتالي تحسين الأداء والسيولة في أسواق رأس المال. تلعب التصنيفات إذا دورا هاما في مساعدة المقترضين لجذب رؤوس الأموال من جميع أنحاء العالم و تقريب أكبر بين العرض والطلب على الأموال.

و طبقا للفرضيات التي قام عليها هذا البحث، فإننا توصلنا إلى النتائج التالية:

1. تعتبر أسواق سندات الدين أحد أهم فروع السوق المالية، و هي تزداد تطورا يوما بعد يوم نظرا للدور الفعال الذي تلعبه في حشد المدخرات واستقطاب الاستثمارات الأجنبية وتوجيهها إلى المشاريع الإنتاجية الأكثر كفاءة وربحية؛
2. تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات، و من ثم مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة؛
3. يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى ظهور نوعين من المشكلات التي تعتبر من أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية: مشكلة الاختيار السيئ و مشكلة مخاطر سوء النية؛
4. يعتبر التصنيف الائتماني أحد أهم الأدوات التي تحد من درجة انسياب المعلومات بين المؤسسات المقرضة و الجهات المقرضة باعتبار أنّ المقرض يكون لديه معلومات أكثر من المقرض، و بالتالي التقليل من عدم تماثل المعلومات بين المقرضين و المقترضين؛
5. التصنيف الائتماني يقلل من تكاليف المستثمر في جمع المعلومات و تحليلها؛
6. يساعد التصنيف الائتماني على التقليل من تكلفة القرض سواء على مستوى معدلات الفائدة (الجدارة المرتفعة)، أو على مستوى إحلال الضمانات؛
7. يعد إدخال نظام التصنيف الائتماني في السوق المالية الجزائرية ضرورة حتمية للنهوض بسوق سندات الدين لتعزيز قلة السيولة و دفع ثقة المستثمرين للتعامل بالأوراق المتداولة بها.

على ضوء هذه النتائج، فإنّ توصياتنا تتمحور أساسا حول ضرورة إدخال نظام تصنيف السندات والشركات المصدرة لها في السوق المالية الجزائرية. ومن الضروري، في هذا السياق مراجعة الإطار القانوني الحالي الذي يحكم السوق والسماح بإنشاء وكالات تصنيف في الجزائر. و من الممكن في مرحلة أولى، إسناد هذا الدور إلى الشركة الجزائرية لتأمين و ضمان الصادرات (CAGEX) التي تتمتع بالخبرة والموارد اللازمة في هذا المجال، حيث أنها تعمل على مشروع مماثل خاص بالتصنيف الداخلي لدى البنوك.

SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE	i
PARTIE I : MARCHE OBLIGATAIRE ET THEORIE DE L'INFORMATION	1
CHAPITRE I : LE MARCHE DES CAPITAUX	3
Section 1 : Le marché monétaire	5
1. Aperçu général	5
2. Compartiments et organisation du marché monétaire	6
3. Les instruments du marché monétaire	8
Section 2 : Le marché financier	10
1. Aperçu général	10
2. Compartiments et organisation du marché financier	11
3. Instruments du marché financier	13
Section 3 : Les cycles et crashes boursiers	16
1. Cycle économique et cycle boursier	16
2. Le crash boursier	18
Section 4 : Les fonctions du marché financier	21
1. Financement de l'économie et allocation des ressources	21
2. Diffusion et transmission de l'information	22
3. Gestion et diversification du risque	23
CHAPITRE II : LE MARCHE OBLIGATAIRE	25
Section 1 : Compartiments et intervenants du marché obligataire	27
1. Le marché primaire	27
2. Le marché secondaire	28
3. Les intervenants	29
Section 2 : Caractéristiques et typologie des obligations	33
1. Définition	33
2. Caractéristiques et modalités d'émission	34
3. Typologie des obligations	37
Section 3 : Risques liés aux obligations	41
1. Le risque systématique « risque marché »	41
2. Le risque spécifique	42
3. Les autres types de risque	43
Section 4 : Les mesures du risque obligataire	44
1. La mesure de la variation du prix	44
2. La mesure du risque de défaillance	46
3. La mesure du risque de taux	47

CHAPITRE III : EFFICIENCE DU MARCHÉ ET ASYMETRIE D'INFORMATION	50
Section 1 : la théorie de l'efficacité de marché	52
1. Le concept d'efficacité de marché	52
2. Marché efficace et marché pur et parfait	55
Section 2 : Les différentes formes de l'efficacité	57
1. L'efficacité allocationnelle	57
2. L'efficacité opérationnelle	58
3. L'efficacité informationnelle	58
Section 3 : Les implications de l'efficacité	62
1. Efficacité et stratégies d'investissement	62
2. Efficacité et organisation des marchés financiers	63
Section 4 : Information et asymétrie	66
1. Utilité de l'information au niveau des marchés financier et obligatoire	67
2. L'asymétrie de l'information	69
CHAPITRE IV : LE MARCHÉ OBLIGATAIRE EN ALGERIE	75
Section 1 : Présentation générale du marché obligatoire algérien	77
1. Création et développement du marché obligatoire en Algérie	78
2. Les conditions d'admission au marché	80
Section 2 : Les compartiments du marché obligatoire algérien	82
1. Le marché corporate	82
2. Le marché des valeurs d'Etat	85
Section 3 : Les acteurs du marché obligatoire algérien	88
1. Les institutions du marché	88
2. Les intervenants	90
Section 4 : Les émissions obligataires	91
Conclusion de la première partie	Erreur ! Signet non défini.
PARTIE II : LA NOTATION DES TITRES OBLIGATAIRES	96
CHAPITRE I : FONDEMENTS ET GENESE DE LA NOTATION	98
Section 1 : L'industrie de la notation	99
1. Définition	99
2. Justification théorique	100
3. Ancêtre de la notation	101
Section 2 : Formes et typologie de la notation	104
1. La notation et les termes semblables	104
2. Typologie de la notation	105
Section 3 : L'activité de notation	108
1. Nature de la notation	108
2. La signification de la note	109
3. L'échelle de notation	112

Section 4 : l'institutionnalisation de la notation	115
1. Etat des lieux de la situation réglementaire en vigueur en Europe et aux USA	115
2. Les éléments clé de la réforme du secteur de la notation	118
CHAPITRE II : LE PROCESSUS DE NOTATION	119
Section 1 : Les critères de notation	121
1. Le critère de qualité et d'intégrité du processus de notation	121
2. Le critère d'indépendance et de prévention des conflits d'intérêts	122
3. Le critère de transparence et d'opportunité de la diffusion des avis	123
4. Le critère de confidentialité des informations	123
Section 2 : Les éléments pris en compte dans le processus de notation	124
1. Risques économiques	124
2. Risques du secteur d'activité	125
3. Situation sur le marché	125
4. Risque financier	126
Section 3 : Les étapes de la notation	127
1. Demande de notation	127
2. Documentation et désignation des analystes	128
3. Réunions de notation	129
4. Etude et analyse	129
5. Notation	130
6. Communication et publication de la note	130
Section 4 : Les opérations post notation	131
1. Le suivi de la notation	131
2. Mise sous surveillance de la note	132
3. Modification de la note	133
4. Le retrait d'une note	133
CHAPITRE III : LES AGENCES DE NOTATION	134
Section 1 : Définition et rôle des agences de notation	135
1. Définition et évolution	135
2. Rôle des agences de notation	136
3. Critiques des agences de notation	138
Section 2 : Les principales agences de notation	141
1. Moody's Corporation	142
2. Standard and Poor's	143
3. Fitch rating	145
Section 3 : Déontologie des agences de notation	148
1. Encadrement de l'activité des agences de notation	149
2. Règles déontologiques régissant l'activité des agences de notation	151
Section 4 : La rémunération des agences de notation	154
1. Le système émetteur payeur	155
2. Le système investisseur-payeur	156

CHAPITRE IV: IMPORTANCE DE LA NOTATION POUR LES MARCHES OBLIGATAIRES	159
Section 1 : Utilité de la notation pour les acteurs du marché	161
1. Utilité pour les autorités de marché	162
2. Utilité pour les émetteurs	163
3. Utilité pour les investisseurs	164
4. Utilité pour le marché et les autres intervenants	165
Section 2 : Impact de la notation sur le prix des obligations	167
1. Les canaux de transmission des notations au prix	168
2. Impact de la notation sur le risque de crédit « spread»	169
3. Impact sur le prix du marché	171
Section 3 : La notation des produits structurés	173
1. Typologie des produits structurés	174
2. Notation des produits structurés	176
3. Notation et crise des subprimes	177
Section 4 : Utilité de la notation pour le marché obligataire Algérien	180
1. L'exigence de garantie et la protection des épargnants	181
2. La notation : outil d'amélioration de la transparence au sein du marché obligataire algérien	183
3. L'opportunité de l'introduction d'un système de notation au sein du marché obligataire algérien	184
4. Le système de notation CAGEX et la possibilité de son adaptation aux besoins du marché obligataire algérien-----	184
Conclusion de la deuxième partie	190
CONCLUSION GENERALE	185
BIBLIOGRAPHIE-----	196

INTRODUCTION GENERALE

Dans un contexte de mutations technologiques et de développement accru des besoins de financement des entreprises et des Etats, la transition d'une économie d'endettement à une économie de marché, caractérisée par le financement direct à travers le marché où offreurs et demandeurs se rencontrent directement, s'est avérée nécessaire pour plusieurs pays.

Dans cette optique, les marchés financiers se sont largement développés au cours des dernières années et connaissent une ampleur exceptionnelle. Ils occupent désormais un rôle fondamental dans le financement des investissements publics et privés et sont devenus indispensables à l'affectation efficace des ressources aux emplois correspondants. Ils représentent le lieu d'émission et d'échange des valeurs mobilières en permettant aux agents économiques à besoin de financement de lever des capitaux à moyen et long terme à travers principalement l'émission d'actions et/ou d'obligations afin de financer leur croissance.

Le marché financier représente, de ce fait, l'ensemble des possibilités pour une entreprise de trouver ou de placer des capitaux. Les opérateurs économiques et financiers interviennent soit sur le marché obligataire, soit sur le marché des actions, selon leur horizon de financement et leur stratégie.

Aussi important, en terme de volume d'échanges, que le marché des actions, le marché obligataire tient, lui aussi, un rôle tout à fait essentiel, dans la mesure où il permet aux entreprises, mais aussi aux Etats, aux collectivités locales, et même à certains organismes publics, de trouver un moyen de financement efficace, garantissant le bon fonctionnement de l'économie toute entière.

Cependant, malgré les éléments de prédictibilité et de protection, investir dans une obligation n'est pas sans risque. Il est à distinguer entre trois principaux risques auxquels il faut ajouter le risque de change quand l'obligation est émise dans une devise autre que la monnaie locale. On parle du risque de défaut, du risque de taux d'intérêt et du risque de liquidité; Et comme les bons et les mauvais payeurs coexistent, le risque d'impayé ou de défaut est plus grand et omniprésent sur le marché obligataire.

Par ailleurs, l'investisseur ne possède pas toujours les clés lui permettant d'analyser en détail les risques liés aux placements obligataires. Il est toutefois peu probable que ce dernier soit capable de comprendre les moindres subtilités de l'environnement économique, du secteur d'activité, de l'évolution de la fiscalité ou des normes d'une entreprise, qui sont pourtant autant d'informations essentielles pour évaluer le risque de crédit encouru.

Dans ce contexte, les marchés obligataires sont caractérisés par une forte asymétrie d'informations qui désigne une situation dans laquelle les participants à un marché ne possèdent pas tous la même

information sur les produits, les risques, les préférences des autres agents etc., certains étant mieux informés que d'autres.

En effet, Avec la forte croissance des marchés de dette, leur élargissement au niveau international, l'apparition de nouveaux acteurs, la sophistication des techniques financières et la désintermédiation bancaire, les prêteurs ont de plus en plus de difficultés à obtenir une information suffisante et sont toujours moins informés que les emprunteurs. Cette situation s'illustre à travers l'exemple le plus couramment cité décrit par AKERLOF (1970) concernant le marché des véhicules d'occasion (lemons) dans lequel les demandeurs et les offreurs disposent d'informations différentes sur la qualité des biens vendus. Les propriétaires actuels des véhicules connaissent en effet la qualité de leur voiture, alors que les acheteurs potentiels ne seraient pas en mesure de déterminer si le prix demandé est justifié.

La théorie des « lemons » s'applique aussi au marché financier en général et au marché obligataire en particulier dans le sens où il existe une asymétrie d'information entre un emprunteur qui a besoin de financer ses activités et un prêteur qui souhaite placer ses fonds. L'emprunteur connaît a priori les composantes de son projet et les risques financiers y afférents, alors que le prêteur dispose uniquement des informations que l'emprunteur accepte de lui communiquer.

Pour répondre à cette contrainte et accroître l'efficacité des marchés, plusieurs outils ont été développés; mais au cours des dernières décennies, la « notation » a constitué la réponse la plus répandue et la plus largement acceptée. C'est ainsi que la notation financière est apparue au vingtième siècle, pour devenir à l'heure actuelle, un indicateur incontournable dans l'appréciation du risque de défaut d'un émetteur.

Dans les marchés financiers développés, la quasi-totalité des entreprises émettrices de titres de créance sont notées par une agence externe (cette notation est obligatoire dans la majorité des marchés) appelée agence de notation dont les plus connues sont Standard & Poor's, Fitch et Moody's. Leur rôle est clair : évaluer la solidité financière d'un émetteur et lui attribuer une note qui sera communiquée aux marchés. Elles apportent une information indispensable aux marchés, notamment par sa simplicité et sa lisibilité, mais aussi par sa bonne adéquation aux probabilités de défaut des risques sous-jacents.

En améliorant la transparence et la sécurité des marchés de crédit, le rôle des agences de notation est devenu incontournable tant pour les émetteurs que pour les investisseurs. Leurs notations ont un impact important sur la vie financière des grands agents économiques et des conséquences directes sur le coût des emprunts et sur le cours des actions et obligations notées.

Néanmoins, ces agences ont été mises en cause lors de la dernière crise financière pour leur manque d'anticipation sur les risques potentiels liés notamment aux produits structurés et leur insuffisance de réactivité au cours de l'été 2008. Elles ont en effet attribué des notes élevées à des

produits titrisés adossés aux crédits hypothécaires américains, et à d'autres instruments financiers, qui se révélèrent plus tard être des actifs toxiques. Elles furent également critiquées pour n'avoir pas vu venir les difficultés des entreprises financières (Lehman Brothers, American International Group etc...) qu'elles avaient notées dans le haut de la tranche « investissement grade» (c'est-à-dire peu risquées) peu avant leur faillite.

Dès lors, plusieurs réglementations et principes ont été adoptés par des autorités et des organisations locales et internationales destinés à renforcer l'intégrité du processus de notation des agences et qui devraient contribuer à une plus grande indépendance de leurs analyses et transparence.

Pour sa part, le marché financier algérien est constitué dans sa grande partie du marché obligataire qui a connu un grand épanouissement entre les années 2003 et 2009 à travers une dizaine d'émissions publiques et privés. Ainsi, la prédominance de l'économie d'endettement dans notre pays fait que l'investisseur algérien est toujours orienté vers les placements moins risqués et à revenus réguliers. Dans ce cadre et dans une première phase, le marché financier en Algérie ne peut se développer qu'à travers un marché obligataire efficient et crédible offrant des ressources longues et moins coûteuses.

Cependant, il est important de créer un cadre de confiance entre émetteurs et investisseurs, d'où la nécessité d'un système de notation permettant à la fois, aux épargnants de fréquenter de plus en plus le marché obligataire, et aux entreprises et Etat de le solliciter en masse.

Objet de l'étude

La notation financière connaît un essor considérable depuis une vingtaine d'années et ce dans la quasi totalité des pays à marchés financiers dynamiques. La généralisation progressive de son utilisation par une majorité d'émetteurs publics et privés ainsi que le rôle et la crédibilité dont bénéficient les agences de notation, suscitent l'intérêt de s'inscrire dans le développement du courant de recherche consacré à la notation financière, qui étudie la solvabilité futur des émetteurs d'emprunts, et son impact sur le développement des marchés obligataires.

Ainsi, l'objet de notre travail de recherche porte sur le marché obligataire et l'importance d'un système de notation pour une plus grande fluidité de ce marché en nous penchons sur la nécessité du développement du marché obligataire en Algérie et la contribution qu'aura la mise en place d'un système de notation dans ce cadre.

Nous tenterons donc à travers la recherche proposée de répondre à la problématique principale qui s'articule autour de la question:

« Comment le système de notation peut-il contribuer au développement du marché obligataire ? »

En répondant à cette question centrale, nous tâcherons de répondre aux questions secondaires suivantes, qui viennent alimenter l'interrogation principale:

- Quelle est la place des marchés obligataires dans le financement des entreprises et des économies et quels sont les risques rencontrés dans ces marchés?
- Quelles sont les actions et les mesures à entreprendre pour rendre un marché obligataire plus fluide et quels instruments pourraient contribuer à le rendre plus efficient ?
- Comment contrer l'asymétrie d'information pour arriver à des marchés efficients?
- Comment les agences de notation peuvent-elles participer à promouvoir le marché obligataire et comment le système de notation peut-il contribuer à instaurer une confiance au niveau de ce marché?
- L'instauration d'un système de notation, peut-elle contribuer au développement du marché obligataire en Algérie, compte tenue des limites et des contraintes aux quelles il se heurte?

Hypothèses de l'étude

Pour parvenir à répondre à la problématique principale et aux différents questionnements posés, nous nous baserons sur quatre hypothèses :

- Le développement des marchés obligataires est conditionné par le développement et la disponibilité d'outils nécessaires à la mesure et la gestion des risques afférents aux titres d'emprunts;
- Il existe une asymétrie d'informations entre les emprunteurs qui connaissent bien les caractéristiques et les risques futurs liés à leurs émissions et les prêteurs qui ne disposent pas de toute l'information leur permettant d'évaluer exactement la solvabilité des émetteurs. Cette asymétrie altère le fonctionnement du marché obligataire ;
- Le coût élevé de la garantie exigée lors d'une émission obligataire, la limite des possibilités d'octroi des garanties et la lourdeur administrative seraient l'une des principales causes du manque d'engouement des entreprises vers le marché obligataire ;
- Le système de notation contribue à une meilleure efficacité et dynamisation du marché obligataire et pourrait aider amplement au développement du marché obligataire algérien qui reste très restreint et concoure, de ce fait, timidement au développement économique de notre pays.

Importance de l'étude

L'intérêt de cette thèse se situe au cœur du débat porté ces dernières années aux agences de notation à travers le système de notation qu'elles fournissent et son utilité et impact dans le développement des marchés obligataires d'un côté et son influence dans l'aggravation des crises financières d'un autre côté. Elle est, en effet, devenue une exigence et un label pour tout émetteur d'emprunt obligataire et un outil de décision primordial pour tout investisseur.

Par ailleurs, le marché obligataire algérien, dont le développement pourrait contribuer activement au financement des entreprises et donc de l'économie, connaît une quasi stagnation d'émissions ces dernières années dont l'une des principales causes revient au garanties hypothécaires exigées par la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse dans ce cadre. Cette garantie, qui présente beaucoup d'inconvénients pour l'émetteur, pourrait être remplacée par une exigence en matière de notes attribuées par des agences de notation à développer à cet effet.

Notre recherche a aussi pour ambition d'intéresser les différentes catégories d'acteurs du marché financier algérien dans le but de réfléchir et de murir l'idée de développer un système de notation dans notre marché obligataire qui souffre de plusieurs contraintes.

Sur le plan académique, cette thèse pourra constituer une ouverture pour d'éventuels travaux de recherches et de débats relatifs à la mise en place et le développement des agences et du système de notation dans un marché financier qui reste limité jusqu'à cette date.

Méthodologie de l'étude

La démarche méthodologique sur laquelle nous nous appuyons au cours de cette thèse est basée sur une approche déductive qui démarre d'une présentation théorique des différents concepts et théories pour arriver à l'importance du système de notation dans le développement des marchés obligataires et ce en deux étapes:

- D'abord nous aurons recours à une analyse théorique où nous procéderons à une présentation des concepts relatifs au marché des capitaux et plus précisément au marché obligataire, les risques y afférents et les problèmes d'asymétrie rencontrés sur ce marché à travers l'illustration des différentes théories développées dans ce cadre et dans le cadre de l'efficience qui est directement liée à la transparence et au bon fonctionnement du marché ;
- Ensuite, nous procéderons à une présentation du processus et de l'évolution du système de notation en déduisant son impact et importance dans le fonctionnement, la transparence et la fluidité des marchés obligataires en général et du marché obligataire algérien en particulier.

La validation des hypothèses repose principalement sur la présentation de l'impact de l'utilisation du système de notation comme outil d'évaluation du risque de défaut dans les réglementations des marchés financiers américains et européens ainsi que son exigence pour l'émetteur et par l'investisseur.

D'autre part, et afin de répondre à la problématique énoncée, nous avons organisé notre travail en deux principales parties ; nous procéderons dans la première à une revue de littérature des fondements théoriques des marchés financiers et obligataires ainsi que des notions d'efficience de marché et d'asymétrie d'information qui constituent la base de l'apparition et l'importance de la notation. Puis, nous exposons dans la deuxième partie l'objet, les principes, la méthodologie et l'importance de la notation avant de conclure sur l'importance de l'instauration d'un système de notation au sein du marché obligataire algérien.

Dans ce contexte, la première partie a été organisée en quatre principaux chapitres, chacun contenant quatre principales sections :

- Le premier chapitre présente les différents marchés de capitaux, notamment les marchés monétaire et financier en illustrant dans les troisième et quatrième sections l'impact des krachs boursiers et les fonctions d'un marché financier vis-à-vis des acteurs et de l'économie en général;
- Le deuxième chapitre porte sur le marché obligataire en expliquant les compartiments de ce dernier, les titres qui y sont négociés ainsi que les risques encourus à travers le placement en emprunts obligataires et les moyens de les gérer ;
- Le troisième chapitre traite de l'efficience de marché et de l'asymétrie d'information qui sont à la source du développement de la notation ;
- Le quatrième et dernier chapitre de cette partie aborde le marché obligataire algérien à travers tous les aspects liés à sa création, ses acteurs et son développement.

La deuxième partie consacrée à la notation, est scindée, elle aussi, en quatre chapitres :

- Dans le premier chapitre, sont exposés les concepts théoriques relatifs à la genèse, l'activité et l'institutionnalisation de la notation ;
- Le second chapitre concerne le processus de notation qui se base sur un certain nombre de critères et englobe plusieurs étapes;
- Le troisième chapitre traite des agences de notation, concernant notamment leur rôle, leur fonctionnement et les critiques qui leur ont été adressées;
- Le quatrième chapitre met en exergue l'importance de la notation vis-à-vis des différents acteurs, marché et prix; il met aussi l'accent sur l'importance et les effets positifs de l'instauration d'un système de notation au niveau du marché obligataire algérien.

PARTIE I :

MARCHE OBLIGATAIRE

ET

THEORIE DE L'INFORMATION

PARTIE I : MARCHÉ OBLIGATAIRE ET THÉORIE DE L'INFORMATION

« Quand on parle d'économie, la notion de marché devient très vite incontournable, car chaque agent économique doit satisfaire une multitude de besoins qu'il ne peut assurer avec ses seules ressources et compétences »¹. En effet, les économistes se plaisent à dire que les marchés de capitaux sont la locomotive de l'économie dans le sens où ils permettent la rencontre entre les agents à capacité et les agents à besoin de financement, donc le transfert d'argent de ceux qui en ont à ceux qui ont en besoin entraînant ainsi la croissance économique du pays.

La rencontre entre l'offre et la demande des capitaux n'étant pas nécessairement pour des durées similaires, une distinction s'est rapidement faite entre les marchés de capitaux à court terme et les marchés de capitaux à moyen et long terme, à savoir le marché monétaire et le marché financier qui constituent les compartiments de base du marché des capitaux.

Le marché financier se présente donc comme une composante du marché des capitaux qui permet le financement de l'économie. C'est le lieu d'émission et d'échange des valeurs mobilières, principalement les actions et les obligations. Il peut être subdivisé, suivant la catégorie des titres émis ou la fonction, en plusieurs sous marchés : marché obligataire, marché des actions, marché primaire ou secondaire.

Le marché obligataire qui est l'une des sections importantes du marché financier a connu un essor fulgurant où différents produits et techniques de gestion ne cessent de se développer.

Par ailleurs, le rôle du marché des capitaux étant le transfert efficace des capitaux entre agents à besoins et agents à capacité de financement, les emprunteurs cherchent à bénéficier généralement d'opportunités d'investissement à des taux de rentabilité supérieurs aux taux d'emprunts, mais ne disposent pas d'assez de liquidités pour saisir de telles occasions. D'un autre côté, les prêteurs disposent d'épargne et d'excédents de fonds qu'ils cherchent à fructifier avec le meilleur rendement possible; les deux catégories d'agents réalisent leurs objectifs à travers l'existence de marchés de capitaux efficaces qui facilitent ce transfert.

Le concept d'efficience de marché financier qui repose sur plusieurs formes : allocationnelle, opérationnelle et informationnelle, a fait l'objet de plusieurs études et controverses sans arriver à un consensus ; ce qui démontre la profondeur de ce thème. La recherche relative à l'efficience a eu un impact marqué sur le comportement des marchés boursiers et financiers en général.

¹ BERNET-ROLLANDE Luc et CHANOINE Philippe : « Pratique des marchés de capitaux », p.1, édition DUNOD, Paris 2010.

Cependant, on constate que sur un marché, une des deux catégories d'agents dispose d'une information meilleure que l'autre, elle en sait plus sur les conditions de l'échange. Cela contredit donc l'hypothèse de transparence de l'information du modèle standard de la concurrence pure et parfaite. On parle d'asymétrie d'information; Des individus rationnels qui cherchent à maximiser leur utilité, sont donc prêts à avoir des comportements opportunistes qui risquent de compromettre le fonctionnement efficace du marché.

Aussi, la difficulté d'accéder à l'information, voire l'effet dissuasif d'une information complexe et déroutante, peuvent, en soi, créer une asymétrie d'information. Ce dernier sujet a fait l'objet de plusieurs études et théories notamment la théorie des « lemons » qui prend comme référence le marché de l'automobile et montre l'existence et les effets de l'asymétrie d'information sur ce marché et la formation des prix.

Par ailleurs, le placement obligataire présente un ensemble de risques liés notamment au défaut, à la variation du prix sur le marché secondaire ou encore à la liquidité. Le développement des marchés a permis la création de plusieurs outils de mesure et de gestion de ces risques afin de les minimiser et de donner plus d'opportunités à la réalisation des gains et à la sécurité des capitaux investis. Suivant le risque rencontré, on parle de la notation, de la duration, de la sensibilité ou de la convexité comme outils de mesure et d'évaluation.

Le marché obligataire algérien étant un compartiment important du marché financier a permis l'émission de plusieurs emprunts obligataires, notamment ceux de SONATRACH, SRH, ENAFOR, ENTP, SONELGAZ, Air Algérie, Algérie Télécom et autres.

La réussite de ce marché est le fruit des efforts fournis par tous ses acteurs dont l'autorité de marché (la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse), la bourse (la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières), les intermédiaires en opérations de bourse, le dépositaire central des titres (Algérie Clearing), les émetteurs et les investisseurs.

CHAPITRE I : LE MARCHE DES CAPITAUX

Le financement de l'activité des entreprises et des sociétés a depuis longtemps été la préoccupation des Hommes qui ont dû trouver les moyens d'organiser et de mettre en place les systèmes productifs. Ces hommes ont de part leurs réalisations et leurs recherches, façonné les canaux de financement de leurs besoins d'investissement et donc de l'économie.

C'est dans ce contexte que les marchés de capitaux se sont créés et développés pour atteindre, de nos jours, une place prépondérante dans le financement de toute économie. Ainsi, ils assurent l'équilibre entre l'épargne et l'investissement en permettant la confrontation directe entre la demande de capitaux des agents à besoin de financement et l'offre des capitaux des agents à capacité de financement.

En effet, dans une économie, certains agents dégagent une épargne supérieure à leurs investissements (traditionnellement les ménages) tandis que d'autres, placés dans une situation inverse, ont un besoin de financement (les entreprises et l'État en raison du déficit budgétaire). Il existe, de ce fait, deux circuits pour assurer la transformation de l'épargne de ces agents en financement pour d'autres, un circuit direct, à travers le marché des capitaux, dans lequel les agents prêteurs se portent acquéreurs des nouveaux titres créés par les agents en déficit de financement, et un circuit indirect dans lequel les banques s'interposent entre prêteurs et emprunteurs pour pratiquer des crédits à plus ou moins long terme à partir des dépôts reçus (on parle dans ce dernier cas d'intermédiation bancaire).

Ainsi, les petites et moyennes entreprises n'ont qu'une source de financement à savoir les banques. Par contre, les grandes entreprises ou les "start-up" - entreprises à fort potentiel de développement - peuvent lever des capitaux sur le marché des capitaux que l'on appelle généralement le marché des titres. Cette expression signifie qu'elles vont se procurer de l'argent et donc de la liquidité, en émettant des titres qui seront souscrites par les agents économiques.

« Les marchés de capitaux sont des espaces, de plus en plus rarement physiquement localisés mais au contraire diffus dans des réseaux téléphoniques et informatiques, au degré d'automatisation variable, où s'échangent, par des opérations d'achat / vente ou de prêt / emprunt, des actifs financiers, à un prix convenu »².

Les marchés de capitaux permettent donc la rencontre entre les agents économiques ayant un excédent de capitaux et les agents ayant des besoins de financement (Un agent économique est une personne physique ou morale ou un groupe de personnes constituant un centre de décision économique autonome). On distingue habituellement deux types de marchés des capitaux : le

² SPIESER Philippe, « Information économique et marchés financiers », p19, édition Economica, Paris, 2000.

marché monétaire et le marché financier. Alors que le marché monétaire sert de cadre aux transactions à court terme, le marché financier se définit comme le compartiment des opérations à long terme. En d'autres termes, Le marché financier est le marché sur lequel sont émis et échangés les titres à moyen et long terme, comme les actions et les obligations à la différence du marché monétaire où sont émis et échangés les titres à court terme ou très court terme.

Concrètement, les entreprises s'adressent aux investisseurs des marchés de capitaux par l'émission de plusieurs catégories de titres suivant le terme (court, moyen ou long). La levée des capitaux à court terme est généralement concrétisée par l'émission des certificats de dépôt, de billets de trésorerie ou de bons du Trésor à court terme pour l'Etat. Le financement à moyen et long terme est par contre matérialisé, comme cité ci-dessus, par l'émission de valeurs mobilières (actions et obligations). Les titres à court terme permettent bien évidemment de financer les besoins de trésorerie alors que les titres à moyen et long terme permettent de financer l'investissement.

Nonobstant, même si les marchés de capitaux permettent de financer l'économie et de participer ainsi à son développement, ils ne sont pas infaillibles et passent comme tout produit ou entreprise par un cycle composé de cinq principales phases : l'expansion, le sommet, la récession, le creux et la reprise. Ce cycle est très lié au cycle économique vu la relation directe entre le marché et l'économie.

Les fonctions que peut accomplir un marché des capitaux sont diverses. On parle notamment de la mobilisation de l'épargne et de l'allocation des ressources, de l'information des investisseurs sur les entreprises qui y sont cotées et de la répartition et la gestion des risques.

Section 1 : Le marché monétaire

Le marché monétaire est le segment à court (parfois aussi moyen) terme du marché des capitaux, il permet aux institutions financières de s'échanger les liquidités entre elles à très court terme, il permet aussi à l'Etat et aux entreprises de lever les capitaux nécessaires pour financer leurs besoins de financement à court terme.

1. Aperçu général

Les économistes définissent le marché monétaire comme étant le lieu où se rencontrent l'offre et la demande des capitaux à court terme, tandis que les financiers considèrent que le marché monétaire est le lieu où s'échangent quotidiennement, pour des durées essentiellement courtes, des liquidités de la Banque Centrale contre des créances, permettant ainsi aux banques débitrices d'assurer la rentabilité optimale de leurs avoirs. Jean - Pierre GOUX, le définit comme étant le lieu où sont apportées et empruntées des capitaux à court terme par les entreprises, les particuliers et l'Etat³.

D'une manière plus générale, le marché monétaire peut être défini comme étant le segment du marché des capitaux où sont échangés et négociés des opérations et des instruments financiers à court terme. C'est un marché où Trésors nationaux, Banques Centrales, banques commerciales, gestionnaires des fonds, assureurs, grandes entreprises et épargnants placent leurs avoirs à court terme (excédents de trésorerie) ou se procurent des financements courts (déficits de trésorerie).

Le marché monétaire est resté pendant de longues années un marché de refinancement où les institutions financières intervenaient pour endiguer leur déficit ou placer leur excédent de trésorerie. Il a connu ensuite plusieurs mutations pour devenir un marché de capitaux à court et moyen terme et où tous les demandeurs et offreurs de capitaux pouvaient intervenir.

Cette évolution a conduit à la création d'un deuxième sous marché du marché monétaire. Deux compartiments se sont alors distingués selon les intervenants, les instruments et le mode de fonctionnement, à savoir:

- ➡ Le marché monétaire au sens strict ou marché interbancaire, réservé aux banques et autres institutions financières, il assure la rencontre entre les offres et les demandes de la monnaie centrale.
- ➡ Le marché monétaire au sens large appelé aussi marché ouvert ou marché des capitaux à court et moyen terme. Dans ce marché le nombre d'opérations est élargi et les entreprises, le Trésor et les institutions financières y sont en concurrence.

³ GOUX Jean – Pierre : «Economie monétaire et financière : théories, institutions, politiques », p93, édition Economica, Paris, 1998.

Le marché monétaire revêt une grande importance pour les économies nationales et internationales. Il constitue pour l'économie nationale la clef de voûte du système bancaire de par sa fonction de redistribution des besoins et des excédents de trésorerie de l'ensemble des acteurs du système économique et présente un risque de défaut quasi nul.

Au niveau international, le marché monétaire permet aux intervenants de se couvrir contre les risques de taux à travers une panoplie de produits dérivés.

2. Compartiments et organisation du marché monétaire

Le marché monétaire, comme cité supra, se décompose en deux principaux compartiments : le marché interbancaire et le marché des titres de créances négociables. Le fonctionnement, les instruments et l'organisation diffèrent pour chaque sous marché.

1.1. Le marché interbancaire

Le marché interbancaire est un lieu d'échange de liquidités entre institutions financières. C'est un marché interne aux banques et aux établissements de crédit et a pour but d'aider au refinancement de ces acteurs. « C'est le marché où se rencontrent l'offre et la demande de liquidités bancaires. Certains établissements de crédit à un moment donné, ont des excédents de trésorerie, alors que d'autres ont des déficits »⁴.

La banque centrale peut également intervenir pour apporter ou reprendre des liquidités nécessaires aux professionnels du secteur bancaire. Cela lui permet aussi de rééquilibrer le bilan des banques commerciales en cas de crises de liquidités.

► Intervenants :

Les intervenants du marché interbancaire sont multiples : « Il s'agit des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, mais aussi de la banque centrale, le Trésor public, les services financiers de la poste, l'institut d'émission des départements d'outre-mer, et la caisse des dépôts et consignation »⁵. La banque centrale intervient pour apporter ou reprendre des liquidités (gestion de la masse monétaire pour contrôler l'inflation), elle est l'autorité du marché interbancaire.

► Fonctionnement :

Au niveau du marché interbancaire, les institutions financières se prêtent entre elles les liquidités nécessaires pour faire face à leurs engagements à court terme ; notamment, ceux de l'approvisionnement

⁴ COLLOMB Jean-Albert : « Finance de marché », p 11, édition ESKA CHRONO, Paris 1999.

⁵ KOLIFRATH Gilles et JOURNEL Thomas « Marché monétaire et obligataire », tome 1, p 18, Edition revue banque, Paris 2002.

des comptes à la banque centrale, dont le montant ne peut être en dessous d'un seuil appelé réserves obligatoires. Les taux d'intérêt de ces prêts interbancaires résultent de l'offre et de la demande, mais aussi du niveau des taux directeurs. Les opérations peuvent théoriquement s'établir entre un jour et un an, mais dans la pratique elles peuvent aller jusqu'à deux ou trois ans dans certains cas.

La banque centrale peut, dans le cadre de la politique monétaire, intervenir pour injecter ou éponger des liquidités sur ce marché afin de réguler les taux d'intérêts. La banque centrale fixe les taux directeurs. Ils sont directeurs car ils guident étroitement les taux auxquels les établissements financiers se prêtent entre eux.

1.2. Le marché des titres de créance négociables

Le marché des titres de créances négociables est, comme son nom l'indique, le marché où sont négociés les titres de créances négociables également appelés TCN. Il permet un accès facile à tous les opérateurs économiques.

Les titres de créance négociables (TCN) sont des titres émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé, et correspondant à un droit de créance pour une durée déterminée (un jour à plusieurs années). L'institution des titres de créances négociables répond au souci de diversifier les supports et de favoriser la constitution d'un gisement de titres nécessaires à l'animation du marché monétaire et à la mise en œuvre de la politique d'open market.

➡ Intervenants :

Ce second compartiment du marché monétaire donne accès à tous les agents économiques, notamment, les institutions financière, le Trésor public, les entreprises et les ménages. Ces derniers réalisent entre eux des opérations de prêt/ emprunts pour de courtes durées.

➡ Fonctionnement :

Pour financer leurs besoins de trésoreries, les banques, les établissements financiers, les entreprises et l'Etat émettent des titres de créances à court terme sur un marché appelé marché primaire. Ces titres peuvent être achetés par tout agent économique excepté l'Etat qui intervient sur ce marché en qualité d'émetteur uniquement. Les titres achetés sur le marché primaire, peuvent être revendus sur le marché secondaire, en cas de besoin de liquidité. Le marché secondaire assure donc la négociation des titres vendus sur le marché primaire par les agents en quête de financement à court terme.

Le marché des titres de créances négociables est donc composé d'un marché primaire et d'un marché secondaire. Les titres sont dématérialisés et toutes les émissions font l'objet d'un visa de la

banque centrale à l'exception de l'Etat. La négociation s'effectue sur la base d'un taux et non sur la base d'un prix. Ces taux sont fixés en référence à des taux du marché monétaire comme l'EURIBOR (European Interbank Offered Rate = taux interbancaire européen offert).

3. Les instruments du marché monétaire

Différents instruments se négocient sur le marché monétaire, suivant l'objet de l'opération, le marché de négociation et l'émetteur. Ces instruments négociables font l'objet d'échanges très larges, mais il n'en reste pas moins que chaque instrument est créé dans le cadre d'une réglementation nationale qui définit en particulier les recours juridiques possibles pour ceux qui l'échangent.

➤ Les instruments du marché interbancaire

- Les opérations en blanc: Il s'agit d'un simple transfert de capitaux (prêts et emprunts en blanc)⁶. C'est un engagement pur et simple de prêt entre établissements, sans garanties spécifiques.
- Les prêts interbancaires gagés ou pensions sur des actifs identifiés mais non livrés à la contrepartie : cession de titres limitées dans le temps avec engagement de rachat de ces titres par un établissement de crédit. Lorsque les cessions des titres sont limitées dans le temps, on parle de pensions. Lorsqu'un établissement de crédit, pour se procurer des liquidités, vend un titre et s'engage à le racheter dans un délai très court ne dépassant pas 10 jours, on parle de mise en pension des titres⁷.
- La pension livrée ou repo : « également appelée » réméré sur obligation", c'est un contrat par lequel un investisseur institutionnel ou une entreprise peut échanger pour une durée déterminée, ses liquidités contre des titres financiers »⁸.

➤ Les instruments du marché des titres de créance négociables

Les titres de créance négociables constituent un dépôt à terme représenté par la remise de fonds par le souscripteur ouvrant droit à un remboursement à l'échéance convenue. Il convient de distinguer entre les différents titres de créances négociables ci-dessous :

- Les Certificats de Dépôt : Ce sont des titres émis par des banques, des Caisses d'épargne et diverses institutions financières spécialisées, dont la validité varie de un jour à douze mois.

⁶ BERNET-ROLLANDE Luc et CHANOINE Phillippe, op.cit, P7.

⁷ MISHKIN Frédéric, BORDES Christian et d'autres « Monnaie, banque et marchés financiers », p 175, édition PEARSON Education, Paris, 2004.

⁸ http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_pension_livree.html, le 20/10/2010.

- Les Bons du Trésor à Taux Fixe (BTF) et les Bons du Trésor à Intérêts Annuels (BTAN) : qui sont émis par le Trésor pour des durées respectives de 1 an (court terme) et deux à cinq ans (moyen terme).
- Les Billets de Trésorerie : « Les billets de trésorerie sont des titres de créance négociables non garantis et de courte durée, qu'émettent les entreprises sous forme de billet à ordre. Ils s'apparentent à une obligation pour son émetteur »⁹.
- Les Bons à Moyen Terme Négociables (BMTN) : qui sont des bons émis par les entreprises et les établissements de crédit pour des durées supérieures à un an.
- Les Bons des Institutions Financières Spécialisées (BIFS) : émis par certains établissements financiers publics ou parapublics.

Les instruments du marché monétaire revêtent, en général, trois principales caractéristiques qui les distinguent des titres à long terme¹⁰ :

- Ce sont des titres zéro coupon, dans la mesure où ils ne versent pas d'intérêts, mais sont vendus à un prix inférieur que le prix de remboursement ;
- Sont des titres très liquides ;
- Ont des risques bas, du fait de leur courte durée et grande liquidité.

⁹ www.guide-finance.ch/ica_french/glossary/pages/11482-11747.html, le 02/03/2011.

¹⁰ « General securities qualification examination »: Saudi capital market authority, p23, KSA, 2010.

Section 2 : Le marché financier

Le marché financier, quand à lui, représente la partie à moyen et long terme du marché des capitaux, il permet aux agents à besoin de financement de lever les capitaux nécessaires au financement des investissements. Il permet aussi aux épargnants de diversifier leurs placements et de réaliser des gains à travers la négociation des titres qu'ils détiennent et ce sur un marché appelé bourse ou marché officiel du marché secondaire.

1. Aperçu général

« Sur le marché des capitaux (ou de l'argent) se rencontrent les agents à besoin et à capacité de financement, les premiers constituent la demande de fonds prêtables, tandis que les seconds en expriment l'offre. Alors que le marché monétaire sert de cadre aux transactions à court terme, le marché financier se définit comme le compartiment des opérations à long terme».¹¹ Bien qu'ils soient tous des marchés de capitaux, ces deux marchés n'ont pas connu la même évolution et ne fonctionnent pas de la même manière.

En d'autres termes, le marché financier est un lieu d'échange entre plusieurs acteurs où se rencontrent l'offre et la demande de capitaux à long terme. Il est représentatif de l'activité économique d'un pays car il permet aux entreprises de se financer par le biais d'émission de titres, par complémentarité au financement par crédit bancaire. L'avantage de ce mode de financement est de permettre aux entreprises de se doter de capitaux permanents avec des quantités plus importantes et des échéances plus adaptées à leurs besoins ainsi que la possibilité pour un investisseur de pouvoir revendre ses titres s'il le souhaite.

Pour se développer, une économie a besoin d'un système bancaire fiable et d'un marché financier actif et organisé sur lesquels interviennent plusieurs acteurs : les banques qui distribuent les crédits, les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances, gérants de fonds, caisses de retraite, fonds de pension,..) qui achètent les titres émis par les entreprises en quête de financement, les émetteurs qui souhaitent se financer sur le marché financier, le dépositaire central qui tient à jour les comptes de chaque établissement inscrit, les opérateurs de marché (courtier, broker,...) qui achètent les titres pour le compte de leurs clients, les ménages et/ou investisseurs en quête de revenus potentiels, etc.

« En effet, des marchés financiers qui fonctionnent bien sont un facteur clé dans la production d'une croissance économique élevée, alors que les marchés financiers sous performants sont une des raisons pour lesquelles de nombreux pays dans le monde restent désespérément pauvres ».¹²

¹¹ H.BOURACHOT, G.RENOUARD&J-L.RETTEL : « 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers » :, p 30, « édition Bréal, Paris, 2000.

¹² MISHKIN Frédéric, BORDES Christian et d'autres « Monnaie, banque et marchés financiers », p 3, édition PEARSON Education, Paris, 2004.

L'activité du marché financier a aussi un impact direct sur l'investisseur qui peut réaliser une richesse à travers les placements et les gains y afférents.

Le marché financier remplit plusieurs fonctions dont la fonction d'allocation des ressources, qui se matérialise par la rencontre de l'investissement et de l'épargne, et la fonction d'information des agents économiques à travers les prix des différents instruments financiers cotés et l'information financière exigée des entreprises inscrites.

2. Compartiments et organisation du marché financier

Le fonctionnement du marché financier repose sur deux principaux compartiments dont les rôles sont différents mais complémentaires; le premier est le système de diffusion de nouvelles émissions (marché primaire), le deuxième est l'institution apte à assurer l'échange des titres déjà émis (marché secondaire).

Par ailleurs, un marché ne peut fonctionner normalement sans qu'il soit organisé par des institutions et entreprises qui assurent le bon déroulement des différentes opérations.

2.1. Le marché primaire

« En tant que marché primaire, le marché financier permet de lever du capital et de transformer directement l'épargne des ménages en ressources longues pour les collectivités publiques et privées ; en contrepartie des capitaux qu'elles recueillent sur ce marché, les collectivités émettent des valeurs mobilières qui matérialisent les droits acquis par ceux qui ont apporté ces capitaux». ¹³

Le marché primaire, appelé aussi marché du neuf est donc le marché des émissions à moyen et long terme qui permettent à différentes catégories d'agents économiques de se procurer les capitaux nécessaires au financement de leurs investissements. C'est un lieu de naissance des nouveaux titres, d'où sa qualification de « marché du neuf ».

En effet, pour financer leurs investissements, les entreprises émettent des actions et des obligations. L'Etat peut aussi, pour se procurer les ressources financières nécessaires à combler son déficit budgétaire, émettre des obligations uniquement. Le marché primaire constitue une source importante du financement de l'activité économique. Il permet de drainer l'épargne et de la transformer en investissements.

¹³ JACQUILLAT Bertrand & SOLNIK Bruno : « Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques », p8, édition DUNOD, Paris, 1990.

2.2. Le marché secondaire

« Le marché secondaire est le marché où la négociation et la vente des titres déjà émis prend place entre les investisseurs». ¹⁴ Appelé également « la bourse », le marché secondaire est le marché de l'occasion où se négocient les titres déjà émis sur le marché primaire, il constitue un centre de transactions entre les investisseurs vu qu'il est localisé. Il a pour fonction d'assurer la liquidité et la mobilité de l'épargne, ainsi que l'évaluation permanente des titres cotés en permettant la cotation et l'échange entre les investisseurs des titres préalablement créés sur le marché primaire.

Le marché secondaire est composé du marché règlementé et du marché de gré à gré, qui diffèrent selon la nature et la dimension des sociétés qui y sont cotées. De même, chaque compartiment est régi par des règles de fonctionnement spécifiques.

2.3. Organisation et fonctionnement du marché financier

L'organisation et le fonctionnement du marché financier sont assurés par un ensemble d'acteurs qui veillent au bon déroulement des transactions réalisées sur les deux compartiments et à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières et autres titres financiers tout en respectant les principes de transparence et d'intégrité. Son fonctionnement nécessite donc l'existence de structures organiques de base et des intermédiaires, qu'il convient de présenter :

➡ L'autorité de marché

Appelé aussi « Gendarme de la bourse », l'autorité du marché est l'organe chargé de réglementer, contrôler et surveiller le marché. Elle édicte les lois, règlements et instructions relatifs au marché financier, son fonctionnement et son organisation. Elle veille à la protection de l'épargnant et à la divulgation des informations nécessaires pour les investisseurs. Elle agréé aussi les intermédiaires et octroi les visas aux émetteurs.

➡ La société de gestion de la bourse

L'organisation générale de la bourse, lieu de rencontre entre l'offre et la demande, est assurée par la société de gestion de la bourse (SGBVM¹⁵ en Algérie, Bourse de Casablanca au Maroc, Euronext en France....etc).

Dotée en général de statut d'entreprise de marché, elle joue le rôle de prestataire de services de la bourse, établit les règles d'organisation et de fonctionnement des marchés organisés et des marchés de produits dérivés et prononce l'admission à la cote des nouvelles valeurs. Elle est aussi

¹⁴ « General securities qualification examination »: Saudi capital market authority, p7, KSA 2010.

¹⁵ Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières.

chargée de diffuser l'information relative aux cotations des titres inscrits sur le marché réglementé.

➡ Les intermédiaires

Vu que les offreurs et demandeurs de capitaux ne peuvent se rencontrer directement sur les marchés boursiers, des intermédiaires spécialisés sont en général agréés par l'autorité des marchés financiers. Ce sont des courtiers en valeurs mobilières qui peuvent être des personnes physiques ou morales. Leur principal rôle est d'assurer le rapprochement entre demandeurs et pourvoyeurs de capitaux. Ils peuvent aussi fournir des prestations en matière de conseil, d'accompagnement et de gestion de portefeuilles.

➡ Le dépositaire central des titres

« Acteur central de la gestion des titres. Le dépositaire central tient dans ses livres de compte pour chaque émission, le nombre total de titres émis et la quantité des titres détenus par les dépositaires locaux, adhérents du dépositaire central. Il connaît ainsi la répartition de chacune des émissions.»¹⁶

Les courtiers en valeurs mobilières achètent et vendent, pour le compte de leurs clients et pour leur propre compte, un nombre important de titres inscrits à la cote; au lieu de régler séparément chacune des opérations qu'ils ont effectués avec les autres intermédiaires durant les séances de bourse, le processus de règlement est assuré quotidiennement par un organisme de compensation central appelé souvent dépositaire central.

3. Instruments du marché financier

Il existe une large gamme de titres au niveau du marché financier, ils se différencient sur le plan de la sécurité, des droits qu'ils confèrent à leurs détenteurs, de la durée et de la manière dont leur prix est déterminé. « Jusqu'à une époque récente, les valeurs mobilières étaient représentées par deux catégories de titres qui matérialisent les droits acquis par ceux ayant apporté des capitaux à une collectivité émettrice publique ou privée ».¹⁷

En effet, le marché financier a connu durant des années deux principaux titres à savoir les actions et les obligations ; ces deux instruments se sont tellement diversifiés avec le développement des marchés financiers nationaux et internationaux qu'elles sont devenues des familles de titres englobant plusieurs sous catégories.

¹⁶ www.edubourse.com, le 03/08/2013.

¹⁷ JACQUILLAT Bertrand & SOLNIK, op.cit, p8.

Par ailleurs, et afin de gérer les risques afférents aux différentes catégories d'instruments existantes déjà, une nouvelle catégorie a connu le jour et s'est largement développée. Il s'agit des produits dérivés.

3.1. Les titres de capital « les actions »

« Une action est une valeur mobilière négociable (sur un marché boursier ou plus rarement de gré à gré), constitutive d'un titre d'associé représentatif d'une fraction du capital social d'une société donnée. L'action confère à son détenteur des droits pécuniaires et politiques.»¹⁸

L'action est ainsi un titre de propriété qui représente une part de capital d'une société. Elle confère à son détenteur, l'actionnaire, plusieurs droits en contrepartie du capital qu'il a investi dans la société. Les conditions d'exercice du droit attaché à l'action sont précisées dans les statuts de la société : ils sont variables selon le type d'action (ordinaire ou privilégiée) mais ils se concentrent en général autour des droits suivants, et ce à des degrés différents :

- Le droit à la rémunération ;
- Le droit de vote : pour les actions ordinaires ;
- Le droit d'information ;
- Le droit au boni de liquidation.

L'action constitue une source de financement pour les entreprises qui ne veulent pas recourir à d'autres moyens de financement comme les prêts bancaires car ceux-ci présentent quelques fois des désavantages comme la nécessité d'hypothéquer les biens de la société.

Il existe aussi différentes formes d'actions suivant les droits qu'elles confèrent à leurs détenteurs. Nous citons notamment :

- Les actions ordinaires, connues particulièrement par le droit au vote à côté du droit à l'information, droit de souscription préférentiel¹⁹, droit d'attribution²⁰ et droit au boni de liquidation²¹ ;
- Les actions privilégiées, qui donnent droit à un dividende fixe et régulier mais qui n'ouvrent pas droit au vote. Elles donnent aussi la possibilité d'avoir un super dividende. Toutefois, le paiement des dividendes n'est pas obligatoire au cas où l'entreprise ne fait pas de bénéfices;

¹⁸ DOUHANE Amar, ROCCHI Jean et SIGWALT Jaques : «Vadémécum de la bourse et des marchés financiers» ;, AFARNAUD Franel éditions, France, 2000.

¹⁹ Le droit de souscription préférentiel est lié aux nouvelles augmentations de capital, l'actionnaire ouvre droit dans ce cas à la priorité d'achat des actions nouvelles, au prorata de ce qu'il détient déjà.

²⁰ Le droit d'attribution représente le droit de recevoir des actions gratuites lorsque l'entreprise procède à une augmentation de capital par apports internes et ce au prorata de ce que l'actionnaire détient déjà.

²¹ Il s'agit de la valeur excédentaire à la suite de la liquidation de tous les actifs d'une société et après remboursement des dettes. Le **boni de liquidation** est dans les faits assez rare. S'il existe, il revient aux actionnaires.

- Les actions de jouissance, dont la valeur nominale est remboursable dans le temps et l'actionnaire continu de jouir de tous les droits y afférents;
- Les certificats d'investissement, qui s'assimilent à des actions ordinaires sans droit de vote. Ils sont émis à l'occasion d'une augmentation de capital et sont toujours accompagnés de certificats de droit de vote.

3.2. Les titres de créance « les obligations »

Bien souvent, les fonds apportés par les actionnaires ne suffisent pas pour assurer un financement total des besoins de l'entreprise. Cette dernière pourra, dans ce cas recourir à un autre moyen externe qu'est l'émission d'un emprunt obligataire.

« Une obligation est un titre négociable émis par une société privée ou publique, un regroupement ou des associations, qui entraîne l'obligation pour l'émetteur de payer un intérêt et de rembourser le capital selon des modalités prévues par le contrat ».²²

Nous pouvons donc considérer que l'obligation est un titre de créance à moyen ou à long terme, dont la rémunération, qui peut être fixe ou variable, est régulière. C'est un titre qui est remboursable à une date précise (l'échéance) et ne donne aucun droit lié à la gestion de l'entreprise. L'objet de l'émission des obligations étant de répondre à un besoin de financement des investissements pour l'émetteur qui peut être une entreprise, une institution financière, ou l'Etat.

On distingue plusieurs catégories d'obligations dont les obligations à taux fixe, les obligations à taux indexé, à coupon zéro, à bons de souscriptions, les obligations convertibles.... etc. Les obligations et le marché obligataire, objet partiel de notre thèse, seront abordés d'une manière plus détaillée dans le deuxième chapitre.

3.3. Les produits dérivés

Un contrat dérivé est un contrat entre deux parties, un acheteur et un vendeur, qui est dérivé de produits financiers existants, dits 'sous-jacents', qui peuvent être une action, une unité négociable d'une matière première (blé, pétrole, sucre,...), un taux d'intérêt, un taux de change, un indice boursier (CAC40 par exemple), un portefeuille de crédit, etc... Ce contrat fixe des flux financiers futurs fondés sur ceux de l'actif sous-jacent, réel ou théorique, généralement financier. Le règlement des produits dérivés se fait toujours à une date future.

²² TEULIE Jacques & TOPSACALIAN Patrick : « Finance », p240, Edition Vuibert, Paris 1997.

Section 3 : Les cycles et crashes boursiers

Le comportement du marché des valeurs mobilières, notamment le marché obligataire est tributaire de la conjoncture économique. C'est cette dernière qui détermine le nombre de travailleurs et la quantité d'argent qu'ils peuvent dépenser, l'importance du chiffre d'affaire des entreprises et les bénéfices qu'elles peuvent réaliser, ainsi que le niveau du taux d'inflation et des taux d'intérêt. Ce sont les facteurs qui déterminent le rendement des placements.

La bourse est en effet un élément indicateur de l'état d'une économie dont l'activité fluctue et présente dans le temps un schéma qu'on a pu identifier et qu'on a appelé le 'cycle économique' dont les caractéristiques ont été étudiées par plusieurs économistes, notamment les français Fernand Braudel (en 1947) et Clément Juglar (en 1862) ainsi que le russe Nicolai Kondratiev (en 1926).

L'économie est ainsi régie par des cycles de croissance et de crise dont la périodicité varie dans le temps selon un rythme relativement régulier. Ils peuvent être dus au cycle de vie des machines, aux poussées démographiques, aux bouleversements politiques ou à bien d'autres raisons. Les États-Unis, par exemple, ont connu, au cours des années quatre-vingt-dix, une de leurs plus longues phases de croissance ininterrompue. La récession de 2001 est alors apparue à la plupart des conjoncturistes aussi surprenante que rapide.

Il existe une relation directe entre les cycles économiques et boursiers. Les marchés financiers permettent de mieux prévoir et détecter les retournements conjoncturels des cycles économiques. Ils sont capables d'une part, d'analyser et d'intégrer l'information, d'autre part de laisser transparaître dans l'évolution de leurs cours des anticipations correctes quant à l'activité future.

1. Cycle économique et cycle boursier

Le cycle économique peut être défini comme une alternance de fluctuations de l'activité économique qui se fonde sur une périodicité et une amplitude relativement régulières. Elles se décomposent en une succession de phases clairement identifiables qui se répètent dans le temps de manière ordonnée.

Burns et Mitchell (1946) ont proposé de définir le cycle économique comme une alternance de phases d'expansion et de récession affectant simultanément la plupart des séries macroéconomiques.

Deux caractéristiques principales se dégagent de cette définition et de sa mise en œuvre : d'une part le cycle économique peut-être caractérisé par la synchronisation de l'évolution de plusieurs séries (« Co-mouvement »), d'autre part les phases de récession ont une durée plus courte que les expansions.

« Des travaux plus récents (Sichel, 1994), soulignent la nécessité de caractériser le cycle économique comme l'alternance non pas de deux phases expansion/récession mais de trois phases. Une récession serait suivie d'une phase de reprise très rapide où la croissance du PIB, par exemple, serait supérieure à la croissance potentielle.»²³

L'approche classique, de son côté, caractérise le cycle comme une succession de phases d'expansion et de récession. Formellement, les phases d'expansion sont définies comme les périodes de temps séparant un creux d'un pic ; à l'opposé, les phases de récession correspondent aux périodes séparant un pic d'un creux. Le point crucial de cette approche consiste alors à définir et à identifier de façon précise les pics et les creux.

Les **cycles boursiers** sont étroitement liés aux cycles économiques. En effet, c'est la vigueur de l'économie qui permet la croissance des bénéfices des sociétés, et ainsi théoriquement l'augmentation de la valeur de leurs titres. Les analyses économiques mettent cependant en évidence le fait que c'est du régime monétaire, et en particulier du niveau des taux d'intérêt, que dépendent essentiellement les **cycles boursiers**.

Les marchés financiers permettent de mieux prévoir et détecter les retournements conjoncturels. Ils sont capables d'une part, d'analyser et d'intégrer l'information, d'autre part de laisser transparaître dans l'évolution de leurs cours des anticipations correctes quant à l'activité future ; les signaux envoyés par ces marchés sont le reflet des mécanismes de transmission de la politique monétaire. Il existe une concordance significative entre cycle économique et cycle boursier.

Dans un cycle économique et/ou boursier, nous pouvons distinguer cinq phases successives qui sont la phase d'expansion, le sommet, la récession le creux et la reprise.

- La phase d'expansion : Elle désigne la phase du cycle économique caractérisée par l'accroissement du volume de la production et de la demande sur une courte ou une moyenne période. Elle se traduit par l'augmentation des investissements entraînant une montée de la consommation, de l'emploi et des revenus. L'activité boursière et obligataire est forte.
- Le sommet : Au cours des derniers stades de la phase d'expansion, la demande commence à surpasser la capacité de production. Il en résulte une hausse des taux d'intérêts et une baisse des cours des obligations, ce qui ralentit les investissements des entreprises, diminue le chiffre d'affaire et les bénéfices des entreprises. L'activité boursière faiblit.

²³ GAUTIER Erwan: « Les marchés financiers comme indicateurs avancés des retournements conjoncturels : le cas américain », Banque de France, Service de Recherche en Économie et en Finance, Groupe de Recherche en Économie et Statistique – GRECSTA.

- La phase de récession : Les faillites des entreprises se font plus nombreuses que les lancements, la baisse des cours des obligations et des actions s'accroît et l'activité boursière s'affaiblit de plus en plus.
- La phase de creux: A mesure que la récession se poursuit, la baisse de la demande et la capacité excédentaire empêchent les entreprises d'augmenter leurs prix et le taux d'inflation diminue. Les taux d'intérêt suivent le même mouvement, ce qui donne lieu à un redressement des prix des obligations.
- La phase de reprise : Elle est caractérisée par la remontée du PIB et l'activité des entreprises qui demanderont des capitaux sur les marchés et les cours des obligations vont reprendre.

2. Le krach boursier

« Il n'y a pas de définition économique précise d'un krach mais, dans la pratique, cette expression s'applique à une baisse des cours de plus de 20% en quelques jours». ²⁴ Il peut être défini comme étant une baisse soudaine et précipitée des cours de certains actifs financiers (actions, obligations, immobilier) qui touche une ou plusieurs places financières à la suite d'un afflux massif d'ordres de vente.

Le terme « krach » est apparu lors de la chute des bourses de Vienne et de Berlin en 1873 ; il a été conservé en français et transformé en « crash » ou « stock market crash » en anglais. L'histoire a montré que les crashes sont toujours précédés par une période de hausse généralisée des cours des titres, soutenus par une croissance avérée de l'économie, qui attire un grand nombre d'investisseurs au marché et accroît de ce fait le volume transigé sur toutes les valeurs ; Ceci mènera à un décalage entre les cours boursiers qui flambent et la valeur réelle des mêmes titres. Une bulle spéculative est donc générée suivie d'une stagnation du marché qui conduit les investisseurs à prendre conscience de l'état réel qui les pousse vers une précipitation à la vente en masse et le marché s'effondre.

2.1. Le krach boursier de 1929 « le jeudi noir »

Le krach boursier de 1929 est une crise boursière qui se déroula à la Bourse de New York entre le jeudi 24 octobre et le mardi 29 octobre 1929, appelés respectivement : « jeudi noir », « lundi noir » et « mardi noir ». Cet événement représente la plus grande crise économique du XX^e siècle.

La situation économique ayant précédé ce krach fut celle d'une forte croissance de l'économie américaine dans les années 1920, la production industrielle ayant notamment augmenté de 50 % entre 1921 et 1929 et les cours des titres boursiers augmentèrent durant la même période de 300% avec des achats à crédit exigeant juste une couverture de 10%. Ceci attira tous les capitaux de

²⁴ <http://www.lalibre.be/economie/actualite/article/451304/qu-est-ce-qu-un-krach-boursier.html>, le 25/03/2012.

l'économie vers les marchés boursiers en créant ainsi un manque de fonds dans les autres secteurs et une augmentation des taux d'intérêts.

Quelques jours avant le crash et vu le niveau élevé qu'ont atteint les prix des titres sur le marché boursiers, des ventes massives ont eu lieu en vue de réaliser des prises de bénéfices, mais elles commencèrent à entraîner les cours à la baisse. Les vendeurs ne trouvant plus acheteurs, l'indice Dow Jones perdit successivement 13 % puis 12 % de sa valeur les lundi 28 et mardi 29 octobre 1929, avant d'entrer dans une phase de baisse continue qui perdura jusqu'en 1932, la Bourse de New-York ayant alors perdu 90 % de sa valeur en trois ans. L'indice Dow Jones ne retrouva que 25 ans plus tard, en novembre 1954, son niveau historique de septembre 1929.

2.2. Le krach boursier de 1987 « le lundi noir »

Le krach boursier de 1987 consista en la chute brutale du cours des actions de la Bourse de New-York le 19 octobre 1987, journée qui fut surnommée « lundi noir » (« Black Monday »), en référence au « jeudi noir » qui avait marqué le début du krach boursier de 1929.

A la suite d'un déficit commercial important et d'un relèvement des taux directeurs de la Bundesbank²⁵, le Dow Jones perdit 22,6 % en une journée. Les autres places boursières chutèrent également, mettant en lumière l'interdépendance des marchés financiers mondiaux. Deux données spécifiques accentuèrent le mouvement de baisse :

- un mécanisme d'immunisation des portefeuilles, dit « portfolio insurance » en anglais, très en vogue à l'époque, destiné à réduire les risques mais que sa généralisation transforma en système vicieux ;
- les systèmes automatiques d'achats et de ventes d'actions (program trading) relativement récents à l'époque, qui ont amplifié et accéléré la chute des cours.

Ce krach s'étendit aux principales places boursières mondiales (-26,4 % à la Bourse de Londres, -41.8% à la bourse d'Australie, -46 % à la Bourse de Hong Kong et -22.5% à la bourse du Canada en octobre 1987).

« Contrairement à 1929, ce crash n'a pas été suivi d'une crise économique, les taux à long terme s'effondrèrent dès le lendemain et les marchés d'actions regagnèrent progressivement le terrain perdu ».²⁶

²⁵ La Deutsche Bundesbank ou Banque fédérale d'Allemagne est la banque centrale allemande.

²⁶ http://fr.wikipedia.org/wiki/Krach_de_1929, le 31/12/2012.

2.3. La crise des subprimes de 2007

Vingt ans après le krach d'octobre 1987, la crise des subprimes ou « Subprime mortgage crisis » qui a touché le secteur des prêts hypothécaires américains a engendré un lot de baisses dramatiques, de disparition de liquidité, de stress financier et d'intervention de diverses banques centrales et s'est poursuivie par une crise financière globale.

Provoqué par la titrisation des créances douteuses issues de la bulle immobilière américaine des années 2000. La crise éclata pendant l'été 2007. Sur les neuf premiers mois de l'année, les principaux indices boursiers ont perdu plus de 30 %. La crise s'aggrava début octobre avec des chutes approchant 10 % sur de nombreux marchés mondiaux, le lundi 6 octobre et le vendredi 10 octobre. Les banques centrales (BCE et Fed principalement) ont alors injecté d'importantes liquidités. L'adoption d'un plan de sauvetage du système bancaire aux États-Unis (plan Paulson) et d'autres mesures prises notamment en Europe n'ayant pas suffi à rétablir la confiance, une chute des bourses mondiales s'est déroulée en octobre 2008. Le marché interbancaire a été de son côté presque totalement paralysé par des taux d'intérêts très élevés et une crise de confiance généralisée.

Section 4 : Les fonctions du marché financier

Les marchés financiers remplissent plusieurs fonctions importantes notamment les fonctions de financement de l'économie, d'allocation des ressources et celle de l'information des agents économiques.

En permettant la rencontre entre l'offre et la demande des capitaux et ainsi de drainer l'épargne et la transformer en investissement, le marché financier permet de collecter les capitaux et de les diriger vers les investissements productifs en assurant de cette façon un bon financement de l'économie.

Par ailleurs, l'annonce quotidienne des cours boursiers et les commentaires y associés permettent aux investisseurs de connaître la valeur des différentes entreprises cotées. La valeur d'une entreprise n'apparaît pas directement dans sa comptabilité, puisqu'elle intègre un jugement porté sur la situation actuelle de l'entreprise mais aussi sur son devenir. De ce point de vue les marchés financiers permettent de connaître chaque jour le prix que certains sont disposés à payer pour acquérir l'entreprise, ce qui est l'expression directe de sa valeur. De même les opérations de restructuration, OPA²⁷ et OPE²⁸ sont souvent présentées comme des manipulations financières réalisées pour le seul profit des actionnaires alors qu'elles sont un passage normal du développement de l'activité des entreprises concernées.

Enfin, les transformations récentes des marchés financiers ont renforcé d'autres fonctions peu connues tel que la gestion du risque, à travers les différents placements qui existent sur le marché financier d'une part et l'innovation de produits spécifiques à la gestion du risque d'autre part.

Le marché financier permet aussi à travers le marché secondaire, qui est le marché des échanges ou des transactions des titres déjà existants, la liquidité et la mobilité de l'épargne.

1. Financement de l'économie et allocation des ressources

En tant que marché primaire, le marché financier permet de lever du capital et de transformer directement l'épargne des ménages en ressources longues pour les collectivités publiques et privées ; En réunissant les épargnes, les marchés financiers élargissent l'ensemble des projets d'investissement réalisables. Étant donné que les projets à rendement plus élevé nécessitent souvent des grandes injections de capital, en mobilisant l'épargne des ménages, les marchés

²⁷ Une **offre publique d'achat ou OPA** est une offre d'acquisition payable au comptant, à un prix donné, de la totalité du capital d'une entreprise cible.

²⁸ Une **offre publique d'échange (OPE)** ne donne pas lieu à un transfert de liquidités. L'offre publique d'échange consiste en effet à proposer aux actionnaires d'une société cible d'acquérir des titres de la société initiatrice en échange des titres de la société cible qu'ils détiennent, en fonction d'une certaine parité et pendant une période déterminée.

financiers peuvent améliorer l'efficacité économique et accélérer la croissance économique. En plus de l'effet direct de la mobilisation des épargnes sur l'accumulation du capital, une mobilisation efficace de l'épargne peut améliorer l'allocation des ressources et accentuer l'innovation technologique. En mobilisant efficacement les ressources pour les projets, le système financier peut jouer un rôle crucial en permettant l'adoption de meilleures technologies, ce qui favorise la croissance. Ainsi le marché financier constitue un circuit de financement de l'économie par la mobilisation de l'épargne qui se transforme en ressources longues pour les investisseurs (les entreprises);

La fonction de financement du marché financier sera généralement appréciée par la comparaison entre les ressources collectées sur ce marché (émissions d'actions d'obligations et autres valeurs mobilières) et un indicateur économique (généralement le PIB²⁹).

Ajoutons qu'en permettant la constitution d'entreprises, le marché financier élargit les possibilités de démultiplication du système productif. Les nombreuses procédures de prise de contrôle (OPA, OPE...) soulignent que le marché financier constitue le lieu privilégié pour mener une politique d'acquisition, de restructuration, de recentrage ou de diversification des activités. Il est donc l'une des clés de la dynamique du système productif (industriel, commercial et financier).

2. Diffusion et transmission de l'information

Les marchés financiers représentent une mine d'information pour et sur les entreprises cotées et peuvent de ce fait promouvoir l'acquisition d'informations à propos des firmes. En effet, les sociétés cotées au niveau de la bourse sont tenues de publier des informations régulières sur les différents états financiers et tout événement important les concernant. Ces informations agrées sont utiles à la fois pour les investisseurs et les entreprises quelque soit leurs activités. Ces dernières peuvent extraire et analyser ces données et s'en servir pour prendre des décisions d'investissements.

L'information est, en effet, un des éléments fondamentaux du fonctionnement des marchés financiers qui sont maintenant mondialisés. Sur le plan strictement juridique il s'agit d'abord de l'information comptable et de la publicité légale, avec l'information juridique sur les entreprises, et ensuite de l'information financière fournie par les entreprises qui comprend les notes et rapports des agences de notation, les opinions des analystes financiers et les notes des institutions de garantie financière.

Les différentes économies étant caractérisées par un certain degré d'incertitude, le marché financier constitue le lieu privilégié où les agents viennent estimer « l'état de confiance » et la rentabilité estimée des capitaux. En d'autres termes, les agents évaluent la rentabilité de projets

²⁹ Produit Intérieur Brut

futurs en tenant compte de la psychologie du marché. Le prix d'un titre évolue en fonction des offres et des demandes, c'est à dire des positions que prennent les agents en termes d'estimation des revenus futurs et de leur préférence pour la liquidité. Si le prix d'un titre augmente, c'est parce qu'une majorité d'agents se portent acheteurs, pensant que la situation de l'entreprise ou la conjoncture économique vont s'améliorer dans l'avenir. La bourse est un « indicateur de la confiance » dans la santé des entreprises et de l'économie du pays.

De manière concrète, le marché secondaire permet la confrontation entre l'offre et la demande des capitaux et donc des titres. Cette confrontation varie suivant les informations disponibles sur le marché concernant les différentes entreprises d'un côté et la tendance de l'évolution du marché aux niveaux national et internationaux d'un autre côté. Le marché remplit donc la fonction fondamentale d'évaluer quotidiennement les titres, compte tenu de toute l'information disponible. La valeur du marché, c'est-à-dire le prix des titres sur le marché secondaire est une valeur de référence qui permet de donner des indications sur les conditions auxquelles peuvent être émis les nouveaux titres sur le marché primaire.

Ainsi, les cours des titres traduisent le degré de confiance des investisseurs dans la santé financière des entreprises et plus particulièrement dans la capacité de ces entreprises à présenter des résultats financiers susceptibles d'assurer à leurs actionnaires un niveau satisfaisant de revenu (dividende, croissance des cours...).

Par ailleurs, le cours boursier des actions sert aux sociétés cotées de valeur de référence pour fixer le prix d'émission des actions nouvellement créées lors des augmentations de capital. Il permet aussi aux investisseurs d'avoir une idée sur l'évolution des entreprises. Les opérations sur capital comme les introductions en bourse sont fortement liés au comportement du titre sur le marché secondaire et à la conjoncture économique.

Dans le cas du marché des obligations, le marché financier joue un rôle essentiel en fournissant quotidiennement (par le système des cotations) une information sur le prix des obligations (marché secondaire). Ceci permet de calculer les taux de rendement et de disposer d'une référence pour les nouvelles émissions. En effet, les taux à l'émission sont fixés par référence aux taux de rendement constatés sur le marché secondaire.

3. Gestion et diversification du risque

L'existence d'un marché organisé et réglementé d'une part, le très grand nombre d'opérations intervenant chaque jour pour chaque titre coté d'autre part, permettent de partager les risques et le prix résulte d'un très grand nombre d'échanges donnant une information fiable. La vente des titres sur le marché primaire et par la suite leur échange sur le marché secondaire fait que les marchés transfèrent le risque de ceux qui réalisent des investissements à ceux qui fournissent des fonds pour ces investissements.

Ainsi, les marchés financiers qui facilitent la diversification du risque tendent à induire des portefeuilles qui intègrent d'avantages les projets avec les plus grandes espérances de rendement. Les systèmes financiers qui facilitent la diversification peuvent accélérer les changements technologiques et la croissance économique. Ainsi, la diversification du risque à travers les marchés boursiers internationalement intégrés est également une voie par laquelle le développement du marché boursier peut influencer sur la croissance.

Cependant, pour M.OBSTFELD³⁰, le risque à travers les marchés boursiers internationalement intégrés peut exercer une pression à la baisse sur les taux d'épargne, ralentir la croissance et réduire le mieux-être économique. Les analyses traditionnelles du système financier insistent sur son rôle dans l'allocation efficace du capital au sein de l'économie, mais, la fonction d'allocation efficace du risque au sein de l'économie est toute aussi importante pour le système financier.

³⁰ Maurice OBSTFELD (né en 1952 à New-York) est un économiste américain, spécialisé en économie internationale. Il est professeur à l'université de Berkeley depuis 1989.

CHAPITRE II : LE MARCHE OBLIGATAIRE

La finance ne connaît pas uniquement le marché des actions; celui-ci côtoie en bourse le marché obligataire. Le marché financier peut en effet être subdivisé, selon la catégorie des titres, en marché d'actions et marché d'obligations.

Même si le marché des actions a connu un essor fulgurant, le marché obligataire, qui 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, ne cesse de se développer pour réaliser des volumes d'émissions et d'échanges très importants.

L'endettement est une source de financement externe des entreprises via des emprunts auprès des banques, ou par des émissions d'obligations sur le marché. Nombreuses entreprises ayant compris l'enjeu que présentait le financement par emprunts obligataires y ont eu recours pour lever les fonds nécessaires au développement et à l'expansion de leurs activités même si elles sont contraintes parfois de subir des coûts plus importants que ceux des crédits bancaires.

Contrairement aux prêts bancaires, les obligations s'échangent sur des marchés organisés et sont ainsi soumises au risque de crédit (risque de contrepartie), mais aussi au risque de marché et, dans une certaine mesure, au risque de liquidité.

Le marché obligataire peut donc se définir comme étant un marché de crédit où les Etats, les grandes sociétés, les fonds souverains et les investisseurs particuliers interviennent pour prêter ou emprunter des sommes d'argent importantes. La rentabilité des prêts y est quasi-certaine. Quand l'acteur demande un crédit, on parle d'emprunt obligataire tandis que l'offre de crédit est appelée émission obligataire. Des agences de notation attribuent des notes aux entreprises et entités qui interviennent dans ce marché. Edith GINGLINGER donne la définition suivante au marché obligataire :

« Le marché obligataire permet de mettre en relation des agents économiques ayant des besoins de financement par dettes à long terme, et des intervenants disposant de liquidités à placer à long terme avec un risque réduit ». ³¹

Plus qu'un simple compartiment du marché de capitaux, le marché obligataire occupe dans les économies développées une position centrale ; car il est appelé à remplir plusieurs fonctions économiques éminentes, il représente ainsi :

- Un circuit de financement de l'économie nationale ;
- Un instrument organisant la liquidité de l'épargne investie à long terme.

³¹ GINGLINGER Edith : « Le financement des entreprises par les marchés de capitaux », p30, édition PUF, Paris, 1991.

En effet, les montants importants d'emprunts qui peuvent être levés sur les marchés obligataires (nationaux et internationaux) permettent aux entreprises et à l'Etat de financer de grands projets d'investissements qui serviront au développement et à l'expansion économique.

La catégorie d'investisseurs qui seront prêt à répondre à cette importante demande d'emprunts à long terme sur les marchés, pourront récupérer leurs liquidités en négociant les titres déjà achetés et ce sur des marchés organisés et réglementés.

Il faut aussi dire que les marchés obligataires ont été les premiers marchés de capitaux créés qui ont permis à différents Etats de financer la reconstruction de leurs pays et économies après la deuxième guerre mondiale et ce par l'émission d'emprunts obligataires dans le public.

En effet, les États ont été les premiers émetteurs de dette obligataire. Ils commencèrent par émettre des bons d'escompte du Trésor à court terme, qui laisseront place ensuite à des obligations du Trésor à long terme avec coupon; une fois que le marché a été prêt à accueillir et à coter les valeurs mobilières à plus long terme, les entreprises font d'abord appel au marché en lançant des obligations indexées sur les emprunts d'État.

Dans ce chapitre nous allons aborder les principaux éléments liés au marché obligataire pour expliquer comment fonctionne le marché obligataire en général et ce qui se pratique au niveau du marché obligataire algérien en particulier.

L'étude du marché obligataire et des principaux titres qui y sont négociés nous permettront de mieux comprendre pourquoi la notation et sur quel marché est elle appliquée.

Section 1 : Compartiments et intervenants du marché obligataire

Deux types de marchés coexistent sur le marché obligataire : notamment le marché primaire et le marché secondaire qui se distinguent par des obligations émises récentes ou en négociation. On distingue le marché primaire sur lequel sont émises les obligations neuves et le marché secondaire qui permet de négocier ces obligations et retrouver leurs liquidités.

1. Le marché primaire

Le marché obligataire est le « lieu » de confrontation de la demande issue des besoins de financement en capitaux à long terme et l'offre née des capacités en financement à long terme (Epargne), émanant d'agents économiques ayant des disponibilités pour acheter de nouvelles obligations émises. Le marché primaire est donc celui de l'émission des obligations neuves, il est délocalisé qui met en relation directe l'émetteur et le souscripteur d'un titre d'emprunt.

L'accès au marché primaire n'est évidemment pas ouvert à tous les agents économiques. Les entreprises et les institutions financières qui choisissent ce mode de financement doivent présenter un dossier à l'autorité du marché. Contenant plusieurs documents d'informations juridiques, comptables et financières sur la société, le dossier est soumis à l'octroi d'un visa si les membres de la commission en décident après étude.

Le rôle du marché primaire étant d'assurer un canal de financement sur et simple, les entreprises y viennent pour collecter les capitaux nécessaires au financement de la partie haute de leurs bilans afin de réaliser des expansions et développement de leurs activité par un effet de levier parfois assez important.

Pour ce faire, l'entreprise peut recourir à plusieurs modalités d'émission, notamment :

- L'émission directe de nouvelles obligations ;
- L'émission des titres après transformation des bons de souscription en nouvelles obligations ;
- L'assimilation consistant à rattacher une nouvelle émission d'obligations à une tranche d'emprunt émise précédemment.

Aussi, l'entreprise choisira entre deux modes d'émission, selon la catégorie d'investisseurs visés et le montant de l'emprunt qu'elle compte mettre sur le marché. Nous parlons donc de :

- L'émission par adjudication ;
- Et l'émission grand public.

Alors que l'émission par adjudication s'adresse à un public restreint et averti qui sont les institutions financières, l'émission grand public est destinée à toutes les catégories d'agents économiques, principalement le large public.

Les émissions des obligations de l'Etat ou du Trésor sont généralement faites par voie d'adjudication.

Par rapport aux financements bancaires, le recours au financement à travers l'émission sur le marché obligataire primaire, contribue à une meilleure transparence, d'abord parce que les conditions de financement sont publiques, ensuite, parce qu'il implique la diffusion d'analyses indépendantes. Il évite également d'éventuels conflits d'intérêts qui peuvent naître des relations de gré à gré entre un banquier et un Etat ou une entreprise.

2. Le marché secondaire

Les titres obligataires émis sur le marché primaire sont des titres à moyen et long terme. Leur durée varie en générale entre cinq et quinze ans. Leur achat pose donc problème à l'investisseur qui voudrait retrouver sa liquidité en cas de besoin ou pour profiter d'opportunités qui se présentent sur les différents marchés.

C'est dans le cadre de cette problématique que s'est créé le marché secondaire qui a pour principale mission d'assurer la liquidité des obligations déjà émises sur le marché primaire.

Sur ce marché, les détenteurs d'obligations déjà émises souhaitant mobiliser leur capital peuvent les céder à des acheteurs désirant les acquérir. Les prix sont déterminés selon la loi de l'offre et de la demande, de telle manière que le rendement de l'obligation en négociation soit équivalent à celui des emprunts nouvellement émis présentant le même degré de risque et ayant la même durée. Le prix de l'obligation sur le marché secondaire³², dépend donc des taux d'intérêt en vigueur sur le marché ; il évolue dans la direction inverse.³³

Les prix d'équilibre ainsi formulés permettent une évaluation permanente des obligations cotées; les premiers (détenteurs) sont mus par un désir de liquidité ou de mobilité de leur capital et les seconds (acheteurs) sont à la recherche de valeurs qui leur garantissent un placement qu'ils jugent et espèrent capable d'atteindre les objectifs qu'ils se sont fixés.

Donc, « Dès la fin de la souscription, le prix d'émission auquel a été vendue le titre de dette devient une valeur passée et le titre acquiert une valeur fluctuante sur le marché secondaire. Par

³² Appelé prix d'équilibre ou cours : c'est le prix qui permet de réaliser le plus grand nombre d'échange lors d'une séance de cotation donnée.

³³ Si les taux d'intérêts sur le marché augmentent, le prix de l'obligation détenue va donc baisser et vis versa.

conséquent, le taux actuariel publié dans la notice d'émission ne vaut qu'à ce moment ; ensuite il évolue en même temps que la valeur de l'obligation ». ³⁴

La négociation des obligations sur le marché secondaire³⁵ se fait par des intermédiaires spécialisés et agréés par l'autorité du marché. Ils collectent les ordres d'achats et de vente de leurs clients et les présentent au parquet de la bourse pour les confronter aux ordres acheminés par les confrères afin de réaliser le prix d'équilibre.

Il est à noter que le marché secondaire des titres d'emprunts n'assure pas seulement la liquidité de titres, mais détermine aussi le coût actuel du capital pour l'émetteur. En effet, la valeur du marché des obligations permettra de déterminer le taux ou coût auquel cette même entreprise pourra se refinancer.

3. Les intervenants

Le développement des marchés obligataires a donné naissance à une grande industrie d'intervenants qui a pris une place centrale dans certaines économies. Il en existe plusieurs intervenants à savoir : les émetteurs, les investisseurs et les instances de régulation des opérations sur le marché..etc. Néanmoins, les pouvoirs et les motivations diffèrent entre chacun des intervenants sur le marché obligataire.

Ce sont principalement de grands acteurs comme les Etats, les banques et les entreprises qui sont actifs sur le marché obligataire. Cependant, les investisseurs particuliers y ont également accès, soit directement, par le biais d'un intermédiaire financier (banques, courtiers, courtiers en ligne), soit indirectement en investissant dans des trackers³⁶ sur obligations ou dans des OPCVM obligataires.

3.1. Les institutions de marché

Se sont les institutions qui facilitent l'émission et la négociation des titres de dette sur le marché, à savoir :

- L'autorité du marché : Elle occupe un rôle clé dans le marché obligataire, du fait qu'elle soit le seul organisme habilité à autoriser une entité économique à émettre des obligations sur le marché primaire. En effet, l'octroi du visa d'émission est du seul ressort de l'autorité qui procède à une étude détaillée de l'émetteur au préalable.

³⁴ VERNIMMEN Pierre : « Finance d'entreprise » ;, p519, Edition DALLOZ, Paris 2002.

³⁵ Il existe deux modes de cotation au niveau du marché secondaire : la cotation au fixing, qui consiste en une confrontation des ordres pendant une durée déterminée et aboutit à un seul prix d'équilibre de la séance auquel seront échangées toutes les obligations ; et la cotation au continue qui permet une confrontation instantanée des différents ordres qui seront réalisés à différents prix dans la journée.

³⁶ Les trackers sont des produits financiers reproduisant la performance d'un indice. Il s'agit de fonds indicier négociables en bourse en continu sur NYSE Euronext de la même façon que les actions.

L'autorité veille aussi dans le cadre du marché obligataire à la transparence dudit marché en imposant des règles de publication des informations relatives aux émetteurs et en suivant de très près l'application de ces exigences.

- La société de gestion de la bourse : Elle représente le lieu de négociation des emprunts obligataires entre différents investisseurs. Elle est chargée d'organiser les séances de cotation de tous les emprunts obligataires cotés et de publier l'information relative au prix, volumes et valeurs transigées pour chaque titre. Elle veille aussi à la sécurité et à la transparence du marché. A ce titre, elle intervient au niveau de l'admission des obligations à la cote et en fixe les modalités d'admission et de maintien.
- Les intermédiaires en bourse : Ils facilitent la transmission des obligations sur le marché secondaire entre les acheteurs et les vendeurs.

Ils sont aussi conseillers et gestionnaires de portefeuilles obligataires. Les intermédiaires en bourse sont des personnes (morales ou physiques) qui suivent régulièrement les marchés obligataires et détiennent toutes les informations du marché qu'ils analysent constamment. Ils sont donc les mieux placés pour apporter conseil aux investisseurs dans le choix des obligations ou de portefeuilles obligataires qu'ils peuvent détenir.

Les intermédiaires peuvent aussi intervenir sur le marché obligataire en accompagnant les entreprises et institutions qui choisissent l'emprunt obligataire comme mode de financement.

- Le dépositaire central des titres : Le rôle du dépositaire central des titres dans le marché obligataire est limité à facilitation du transfert des titres et fonds d'un compte investisseur à un autre. Il facilite aussi les opérations sur titres en assurant un paiement d'intérêts et un remboursement de capital dans les meilleures conditions et délais; ce qui donne plus de crédibilité et d'efficacité au marché.

3.2. Les émetteurs

« Si, en théorie le recours à l'emprunt obligataire ou aux titres de créance négociables est largement ouvert aux entreprises d'une certaine taille, la pratique des émissions avec appel public à l'épargne consacre une plus grande sélectivité ».³⁷

L'intérêt des émetteurs pour le marché obligataire a grandi à mesure que les économies se développaient et les besoins des entreprises et Etats augmentaient.

³⁷ CHOINEL Alain & ROUYER Gérard : « Le marché financier : structures et acteurs », p247, édition collection banque, Paris, 1996.

Nous distinguons sur les marchés obligataires, deux grandes catégories d'émetteurs :

- ➡ L'Etat et les collectivités publiques : l'Etat fait face à deux principales classes de charges, en l'occurrence les «Dépenses de fonctionnement » et les dépenses d'équipements que l'on appelle «Dépenses d'investissement » ; l'impôt ne pouvant, à lui seul couvrir ses multiples dépenses, l'Etat se trouve contraint d'émettre alors des titres d'emprunt. Il est de même pour les collectivités publiques (Administrations et Entreprises Etatiques des collectivités locales). Pour les besoins à long terme, il émet des Obligations Assimilables du Trésor (OAT) qui représentent des titres à long terme d'une durée généralement supérieure à cinq ans.

L'Etat et les collectivités publiques constituent une catégorie d'émetteurs largement distincte de toutes les autres, du fait qu'ils sont juge (régulateur) et partie (émetteur), le risque afférent à leur titres est quasiment nul.

- ➡ Les entreprises et institutions financières : Il existe plusieurs financements possibles pour les entreprises qui souhaitent lever des fonds afin de financer leurs activités. Celles-ci peuvent s'endetter auprès d'une banque, ou se financer sur les marchés de capitaux à travers une augmentation de capital. Mais elles peuvent également émettre une dette sous la forme d'obligations sur le marché obligataire.

En effet, la stratégie de développement et l'évolution économique des entreprises les obligent à se financer sur le long terme. Le recours au marché obligataire leur permet de financer leurs investissements dans la perspective d'une croissance continue et stable.

Le recours à l'emprunt obligataire répond à plusieurs préoccupations de l'entreprise. La première étant la recherche de l'équilibre de la structure du bilan et la consolidation du pouvoir de l'entreprise ; La deuxième est liée à la recherche des avantages fiscaux de la dette, vu que les intérêts versés sont déductibles du résultat imposable. Ensuite, l'entreprise a l'obligation de publier ses états financiers, ce qui lui permettra d'acquérir plus de crédibilité et de gagner en notoriété.

3.3. Les investisseurs

- ➡ Les banques : Elles peuvent intervenir au marché obligataire sous plusieurs formes. D'abord elles peuvent être agréées en qualité d'intermédiaire en opération de bourse et prendre en charge toutes les opérations y afférentes. Elles peuvent aussi se présenter comme émetteur de titres de dettes, pour financer les investissements, ou comme acquéreur de titres, pour placer leur trésorerie.

Grâce à leur large réseau, les banques assurent la couverture de l'ensemble du territoire du pays et permettent ainsi de recueillir les ordres d'achat, de vente et de souscription. Elles procèdent aussi aux opérations sur titres au profit des détenteurs de titres. Elles assument aussi le rôle de chef de file.

- ➡ Les investisseurs institutionnels : « Sont définis comme les organismes financiers collectant des ressources d'épargne et tenus par leur nature ou leur statut d'employer une part notable en placements sous forme de valeurs mobilières ». ³⁸

Ils représentent en général la plus grande partie de l'offre des capitaux sur le marché obligataire, après les ménages. Ce sont les caisses à but social (caisses d'épargne, compagnies d'assurance, caisses de retraite,...etc.) et les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières. ³⁹

Selon les règles prudentielles, les compagnies d'assurance, caisses de retraites et toutes les caisses à but social, ont l'obligation de placer une grande partie de leurs excédents en obligations et obligations à risque zéro.

- ➡ Les institutions non financières et les particuliers : Ce sont les établissements autres que financiers et toute personne physique, pouvant investir dans les titres obligataires.

Les statistiques boursières dans les différentes places montrent bien que les ménages représentent la plus grande proportion d'investissement sur les marchés financiers, notamment les marchés obligataires. Ces derniers cherchent en général une sécurité du placement et une régularité des revenus, ce qui n'est réalisé qu'à travers le placement en titres de dettes.

³⁸ Idem, p274.

³⁹ Les OPCVM ont pour vocation la gestion collective de l'épargne.

Section 2 : Caractéristiques et typologie des obligations

La maîtrise du marché obligataire passe inévitablement par la connaissance des caractéristiques des obligations, leurs formes et diversité, ainsi qu'un certain nombre d'informations relatives au processus et modalités d'émission.

1. Définition

L'obligation est un titre de dette. Les titres de dettes sont des titres financiers qui matérialisent l'engagement d'un emprunteur envers un prêteur qui, en contrepartie, met des fonds à sa disposition. Cet engagement se fait à travers un contrat par lequel un débiteur s'engage à rembourser une dette selon certaines conditions fixées entre son créancier et lui-même et selon un échéancier de flux financiers qui définit les modalités de remboursement des fonds et un mode de rémunération du prêteur dans l'intervalle de temps négocié.

La dette est un puissant instrument de levier pour une entreprise qui ne dispose pas des ressources suffisantes et qui peut lever plus de fonds grâce à l'endettement mais il faut savoir que tous les titres de dette sont exposés à un risque de solvabilité qui dépend de la volatilité de l'actif économique et la structure financière de l'émetteur.

J.TEULIE et P.TOPSAÇALIAN, dans leur livre « Finance », définissent l'obligation comme étant un titre négociable émis par une société privée ou publique, un groupement ou une association, qui entraîne l'obligation pour l'émetteur de payer un intérêt et de rembourser le capital selon des modalités prévues par contrat.⁴⁰

Pour G.KOLIFRATH et T.JOURNEL, « les obligations sont des instruments financiers qui se définissent comme des titres de créance sur la personne morale qui les émet ».⁴¹

Une entreprise qui émet donc un emprunt obligataire sur le marché boursier donne un titre (obligation) à chaque acheteur. Cette obligation donne le droit à son détenteur de percevoir un revenu régulier et d'être remboursé à échéance du montant du capital investi.⁴²

L'obligation est donc un engagement d'un emprunteur envers un prêteur. Cet engagement prévoit un échéancier de flux financiers qui définit les modalités de remboursement des fonds et un mode de rémunération du prêteur dans l'intervalle.

⁴⁰ J.TEULIE et P.TOPSAÇALIAN : « Finance », p 240, Edition Vuibert, Paris 1997.

⁴¹ G.KOLIFRATH et T.JOURNEL : « Marché monétaire et obligataire », p 50, tome 1, Edition revue banque, Paris 2002.

⁴² Si l'obligation se vend au pair sur le marché primaire. Si elle se vend au-dessous du pair, le remboursement est fait pour la valeur nominale.

Simple prêt ou crédit dans les années soixante, il acquiert ses « lettres de noblesse » en changeant de nom : il devint obligation du fait du développement des marchés financiers et d'une désintermédiation croissante.⁴³

2. Caractéristiques et modalités d'émission

L'émission des emprunts obligataires est régie par une réglementation boursière bien détaillée concernant les conditions auxquelles doit répondre l'entreprise pour pouvoir mettre des obligations sur le marché. Aussi, tout emprunt obligataire doit répondre à certaines caractéristiques qui précisent à l'investisseur désireux de placer ses capitaux dans les obligations de bien connaître l'émetteur et le titre lui-même.

2.1. Les caractéristiques

« Quant un emprunt obligataire fait appel à l'épargne publique, son émission doit faire l'objet d'une note d'information portant le visas de la commission des opérations de bourse et publié au bulletin des annonces légales obligatoires. Les principales caractéristiques de l'emprunt sont résumées sous forme de prospectus publié dans la presse financière et disponible aux guichets bancaires. Le souscripteur peut ainsi connaître les clauses du contrat d'émission et le rendement prévu ». ⁴⁴

La législation régissant les émissions obligataires oblige les émetteurs de préciser dans le contrat d'émission les caractéristiques ci-dessous :

2.1.1. Le capital emprunté

- ✓ La valeur nominale ou valeur faciale : C'est une fraction du montant global de l'emprunt conférant les mêmes droits de dette pour une même fraction. C'est une valeur relativement formelle qui sert au calcul des intérêts versés.
- ✓ Le prix d'émission : c'est le montant réel versé par le souscripteur à la société pour acquérir l'obligation. Ce prix peut être inférieur, égal ou supérieur à la valeur nominale.
- ✓ La prime d'émission : elle représente la différence entre le prix d'émission et la valeur nominale.
- ✓ La valeur de remboursement : c'est le montant perçu par l'obligataire en remboursement de son prêt .cette valeur est en général égale à la valeur nominale. Elle peut néanmoins être supérieure à la valeur nominale, la différence constitue la prime de remboursement.

⁴³ VERNIMMEN Pierre, op.cit, p513.

⁴⁴ H.BOURACHOT, G.RENOUARD & J-L.RETTEL, op.cit p 96.

- ✓ La durée de l'emprunt : c'est la période qui sépare la date de l'émission de l'emprunt de sa date de remboursement. « Lorsque celui-ci s'effectue en plusieurs fois, on parle de durée de vie moyenne qui correspond à la moyenne des durées de vie de chacune des tranches de l'emprunt ». ⁴⁵ Elle peut varier de 5 ans à 10 voire 15 ans ou plus.
- ✓ L'amortissement de l'emprunt : on appelle amortissement de l'emprunt son remboursement, qui peut s'effectuer selon différentes modalités prévues dans le contrat d'émission (In fine, par annuités...etc.).
- ✓ Les garanties : sont utilisées pour compenser le risque de défaut de paiement. Les obligations entreprise peuvent faire l'objet d'un renforcement de leur crédit au moyen de sûretés réelles comme une garantie privée ou publique, un nantissement, une hypothèque ou une caution.

2.1.2. Les revenus

- ✓ La date de jouissance : est la date à partir de laquelle les intérêts commencent à courir.
- ✓ Le taux d'intérêt ou taux facial : on appelle ainsi le taux d'intérêt appliqué à la valeur nominale de l'obligation, qui servira au calcul du coupon à verser au porteur de l'obligation.
- ✓ La périodicité : elle correspond à la fréquence de versement des intérêts. Elle peut être annuelle, semestrielle, trimestrielle ou mensuelle (sauf dans le cas des emprunts à coupon zéro).

2.2. Droits attachés

Les détenteurs d'obligations disposent, tout comme l'actionnaire, de certains droits liés à sa qualité de créancier particulier.

2.2.1. Droits patrimoniaux : ce sont les droits non financier, relatifs principalement à l'information et la liberté de négociation.

- ✓ Droit de céder ses titres : comme les obligations sont des titres négociables, leur détenteur peut, à tout moment, les revendre sur le marché secondaire, s'il désire récupérer sa mise avant la date d'échéance. Il peut, dans ce cas, dégager un gain ou une perte suivant le prix sur le marché qui est fonction des taux d'intérêts versés aux obligations émises au même moment ;
- ✓ Droits de participer aux assemblées des obligataires : les souscripteurs d'obligations issues d'une même émission sont regroupés de plein droit, dans l'intérêt des deux parties, en un ensemble appelé masse d'obligataires. Même si l'obligataire n'a pas à s'immiscer dans la gestion de l'entreprise, il peut être appelé à protéger ses droits et, pour ce faire, il peut assister aux assemblées de la masse d'obligataires dont l'objectif principal est de désigner un ou des

⁴⁵ VERNIMMEN Pierre, idem, p515.

représentants qui pourront assister, en qualité d'observateurs, aux assemblées des actionnaires et formuler, en cas de nécessité, des remarques pouvant influencer le vote;

- ✓ Droit à l'information : l'obligataire ouvre le droit à être informé du fonctionnement général et des résultats de l'entreprise et ce à travers le représentant de la masse des obligataire. La société cotée est tenue de publier ses résultats et états financiers périodiques.

2.2.2. Droits financiers : ce sont les droits pécuniers dont dispose le titulaire de l'obligation.

- ✓ Droit aux intérêts : « lorsqu'une société émet un emprunt obligataire, elle détermine les conditions de rémunération du capital prêté. Parmi celles-ci, elle précise le taux auquel seront rémunérés les fonds déposés ». ⁴⁶ L'obligataire ouvre donc droit à un versement régulier (semestriel ou annuel) du montant de l'intérêt au taux nominal stipulé dans le contrat d'émission.
- ✓ Droit au remboursement du montant souscrit : à échéance, l'entreprise est dans l'obligation de rembourser à l'obligataire la valeur nominal de l'emprunt. Plusieurs types de remboursement du capital sont envisageables.
- ✓ Droit à la garantie : « le recours aux garanties est systématique lorsque l'émetteur manque de notoriété et ne peut réaliser seul l'opération à un taux intéressant » ⁴⁷.

2.3. Modalités d'émission

L'entreprise ou l'Etat peuvent choisir entre deux principaux modes d'émission suivant le montant à émettre, la catégorie d'investisseurs visée et le marché sur lequel elle veut être cotée.

2.3.1. L'émission par voie d'adjudication : Cette technique est souvent appliquée pour les emprunts d'Etat. Néanmoins, elle est sollicitée lors de certaines émissions corporatives. Elle consiste en une vente aux enchères organisée. L'émetteur détermine le montant et le taux facial de l'émission, les potentiels souscripteurs présentent leurs offres concurrentielles sous plis cachetés. Il existe deux types d'émissions par adjudication :

- ✓ L'adjudication à la Française : après dépouillement des ordres d'achat, l'émetteur fixe le prix minimum à partir duquel les ordres seront servis. Ainsi, les soumissions retenues seront servies au même prix et pour le même montant.

⁴⁶ BERNET-ROLLANDE Luc et CHANOINE Philippe : « Pratique des marchés de capitaux », p 117, édition DUNOD, Paris, 2010.

⁴⁷ KOLIFRATH Gilles et JOURNEL Thomas : « Marché monétaire et obligataire », p64, tome 1, édition revue banque, Paris, 2002.

- ✓ Adjudication à la Hollandaise : l'émetteur sert les soumissionnaires qui ont proposé les prix les plus élevés puis descend dans l'échelle de prix jusqu'à ce que le montant qu'il souhaite obtenir soit atteint. Cette technique se distingue de la première du fait que le prix payé par les investisseurs n'est pas unique, mais égal au prix qu'ils ont proposé lors des soumissions.

2.3.2. La syndication : comme son nom l'indique, cette technique nécessite la mise en place d'un syndicat qui assure l'organisation, le placement et la garantie de l'opération. L'émetteur choisit un intermédiaire financier (généralement une banque) en qualité de chef de file qui devra constituer un syndicat d'émission regroupant plusieurs banques, qui devront agir soit comme simples intermédiaires(grâce à leur guichets), soit comme garant du placement, moyennant une commission et assurant ainsi la bonne fin de l'opération.

2.3.3. L'émission grand public : dans ce cas, l'émetteur mettra en vente ses titres directement sur le marché à travers, en général, les guichets de banques. Tout investisseur pour acquérir les titres à un prix arrêté au préalable par l'entreprise.

3. Typologie des obligations

Les difficultés rencontrées par l'entreprise pour emprunter des capitaux à long terme ont nécessité la création de diverses obligations plus incitatives et plus attractives pour l'investisseur, répondant exactement à ses attentes.

Il existe, en effet, sur le marché obligataire une large gamme de titres d'emprunts, ces derniers se différencient au niveau des caractéristiques de base à savoir : émetteur, taux d'intérêt, échéance, mode de calcul des intérêts, remboursement du capital et autres clauses contractuelles.

Nous pouvons, dans ce cadre, classer les obligations selon les critères ci-dessous :

Emetteurs	Coupons	Date d'échéance	Remboursement
Entreprises	C. fixe	Obligation à maturité	Remboursable in fine
Etat et collectivités publiques	C. variable	Obligation perpétuelle	Remboursables par annuités
	C. indexé		Obligation convertible
	C. zéro		Obligation optionnelle

3.1. Selon le type d'émetteur

Dans la pratique internationale, nous avons tendance à dire qu'un investisseur a le choix entre trois grandes familles d'obligations : les obligations gouvernementales, les obligations corporatives de première qualité et enfin les obligations dites à haut rendements et à haut risque (Junk bonds).

3.1.1. Les obligations de l'Etat : Comme nous l'avons cité ci-dessus, l'Etat représente un acteur important sur le marché obligataire, c'est un emprunteur très gourmand qui émet sur le marché soit à court terme, pour combler un décalage de trésorerie, soit à long terme lorsqu'il s'agit de la réalisation de projets d'investissements.

Communément appelées OAT « Obligations assimilables du Trésor » ou encore (Fungible Bonds), elles portent sur le long terme (en général entre 7 à 30 ans), peuvent être à taux fixe ou flottant et sont généralement remboursables in fine. Le principe de l'assimilabilité repose sur le fait que l'Etat procède à l'émission d'un premier emprunt dit "Initial" qui par la suite, sera complété par l'émission de plusieurs autres tranches d'obligations dites "Rallonges" identiques à la première ; d'où le terme "Assimilables". Cette technique d'assimilation implique une fongibilité totale de l'emprunt initial et de ses rallonges (Même cotation, taux de coupon, date de remboursement, et enfin même valeur nominale) à l'exception du prix d'émission.

L'assimilation présente deux avantages, d'une part, elle permet de réduire considérablement le nombre de ligne de cotations, d'autre part, elle accroît la liquidité des titres. Les Etats bénéficient en général du rating le plus élevé («triple A»).

3.1.2. Les obligations d'entreprises : Pour se financer à moyen-long terme, les entreprises peuvent recourir au marché via une émission obligataire. Etant considérées comme plus risquées que les émissions d'Etat, les obligations d'entreprises offrent des rendements généralement supérieurs. Certains titres émis par des entreprises publiques ou en bonne santé financière bénéficient d'une notation élevée. A l'inverse, il existe des obligations à haut rendement émises par des sociétés présentant un risque de défaut élevé. Entre ces deux extrêmes existent une grande diversité de rendements et d'émetteurs qui permettent aux investisseurs de trouver des opportunités de placements adaptées à leur profil de risque.

3.2. Selon le coupon⁴⁸

Le coupon d'une obligation représente le taux nominal d'intérêt versé au détenteur d'une obligation à chaque date de coupon en contrepartie du prêt qu'il consent à l'émetteur. Dans la plupart des émissions obligataires, les coupons sont fixes. Cependant, il existe d'autres types d'obligations à coupon variable, indexé ou zéro.

3.2.1. Les obligations à taux fixe : « Les obligations à taux fixe sont des titres de créance, remboursés selon un calendrier précis et déterminé à l'avance dont la rémunération est fixe une fois pour toute. Pendant longtemps, il n'y a pas eu d'autres obligations que celles-ci, elles étaient les seules valeurs à revenu fixe ».⁴⁹

Les obligations à taux fixe sont les plus fréquemment émises, notamment par l'Etat, ceci revient aux avantages qu'elles apportent à la fois à l'investisseur assuré d'être remboursé (capital et intérêts connus à l'avance) , et à l'émetteur connaissant à l'émission le montant exact qu'il a à verser à son prêteur à chaque date d'anniversaire, d'où la possibilité d'évaluer ses besoins financiers avec précision.

Toutefois, Elles sont sensibles aux variations de taux sur le marché, lorsque ces derniers augmentent, le cours de l'obligation à taux fixe baisse, car la demande sur cette dernière va baisser du fait que les investisseurs vont préférer les obligations qui sont sur le marché car elles offrent un meilleur rendement. Et inversement si les taux baissent, le cours de l'obligation à taux fixe augmente.

3.2.2. Les obligations à taux variable : sont des obligations dont les flux d'intérêt (les coupons) sont variables. Ceci est dû au fait qu'ils sont indexés sur un indice de taux comme par exemple un taux IBOR ou un taux EURIBOR. Chaque coupon est calculé en fonction de la variation du taux de référence. Le prix du remboursement de l'obligation, lui, ne change pas ; il reste fixe.

Dans ce type d'obligations, le risque de taux est annulé du moment que le taux versé sera pratiquement identique à celui du marché ; la volatilité du cours sera donc très réduite et les possibilités de réaliser des gains ou de subir des pertes est très minime.

3.2.3. Les obligations indexées : A contrario des obligations à taux variables ou révisables, l'indexation a pour base une variable économique et non pas un taux d'intérêt. « L'indexation

⁴⁸ L'appellation 'coupon' vient du fait qu'à l'époque de la création des obligations, celles-ci étaient émises sous forme de certificat papier qui était accompagné d'une partie appelée coupon qu'il fallait détacher et présenter à sa banque afin de l'échanger contre sa valeur en argent.

⁴⁹ H.BOURACHOT, G.RENOUARD&J-L.RETTEL, op.cit, p 98.

protège le porteur contre une dépréciation du coupon ou du capital, en cas d'inflation. L'indexation ne peut en aucun cas être faite sur le résultat de l'émetteur ». ⁵⁰

3.2.4. Les obligations à coupon zéro : ce sont des obligations qui ne versent aucun intérêt durant toute la période de l'emprunt ; ces derniers sont réinvestis et versés en une seule fois à échéance. La rémunération finale de l'investisseur serait égale à la différence entre le prix d'émission et la valeur de remboursement.

3.3. Selon la date d'échéance

Il existe plusieurs obligations qui varient en fonction de la date d'échéance :

3.3.1. Les obligations à maturité: ce sont les obligations qui sont remboursables à leur date de maturité.

3.3.2. Les obligations perpétuelles : Les obligations perpétuelles sont des obligations dont le nominal n'est jamais remboursé ou dont la date d'échéance est déterminé bien après l'émission. Ces obligations ont souvent des rendements relativement élevés.

3.4. Selon le mode de remboursement

Il existe plusieurs catégories d'obligations qui varient en fonction de leurs modalités de remboursement, notamment :

3.4.1. Les obligations remboursables « in fine » : dans ce cas, le remboursement du capital investi en obligations se fait en une seule fois à échéance. Ce mode de remboursement est le plus utilisé car il permet à l'emprunteur de jouir de la somme empruntée jusqu'à la date d'échéance même s'il représente la modalité de remboursement la plus coûteuse en terme de frais d'intérêts.

3.4.2. Les obligations remboursables par annuités : le capital émis est remboursable dans ce cas par tranches annuelles égales.

3.4.3. Les obligations convertibles : « on appelle obligation convertible, une obligation qui donne à son détenteur la possibilité, mais non l'obligation, de convertir sa ou ses créances en un ou plusieurs titres de propriété représentés par une ou plusieurs actions ». ⁵¹

⁵⁰ BERNET-ROLLANDE Luc et CHANOINE Philippe, top.cit, p 120.

⁵¹ J.TEULIE et P.TOPICALIAN, op.cit, p 245.

Section 3 : Risques liés aux obligations

L'investissement en obligations constitue le sacrifice d'un avantage immédiat ou une absence de consommation immédiate en échange d'avantages futurs. Dans la mesure où le présent est connu avec certitude, l'investissement en obligations constitue l'échange d'un avantage certain et immédiat contre un avantage futur et incertain.

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 notion de risque qui se définit par J.P. Morgan⁵² comme étant l'incertitude qui existe quant à la valeur future de l'instrument financier.

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.

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...etc. Il affecte plus ou moins tous les titres financiers »⁵³.

Le risque de marché peut ainsi se définir comme le risque de perte liée aux variations des conditions de marché. Plus explicitement, le risque de marché, c'est le risque que la valeur d'un actif, d'une dette détenu(e) par une institution financière varie en raison de l'évolution des prix sur les marchés financiers. Il est présenté par les différents risques ci-dessous :

1.1. Le risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt correspond au risque lié aux changements de taux. En effet, le prix d'une obligation varie en fonction des taux d'intérêts : ils sont inversement corrélés. Plus le taux d'intérêt augmente, plus la valeur actuelle de l'obligation a tendance à diminuer et vice versa.

1.2. Le risque d'inflation

C'est le risque d'être remboursé dans une monnaie dépréciée et donc d'obtenir un taux de rentabilité inférieur au taux espéré.

⁵² John-Pierrepoint Morgan, dit J.P Morgan (1837-1913), était un financier et banquier américain basé à New York.

⁵³ Lexique financier, site www.vernimmen.net, le 15/08/2013.

Qualifié aussi de risque de dépréciation du pouvoir d'achat. Ce dernier est fonction de l'inflation et concerne plus particulièrement les obligations à taux fixe dont la durée de vie est grande. Pour freiner ce risque et attirer les investisseurs en leur proposant des rendements qui soient en quelques sortes réels, les émetteurs à long terme ont de plus en plus tendance à proposer des obligations indexées sur l'inflation. C'est le cas par exemple des obligations du Trésor américains, Allemands et Anglais. C'est en fait le principal risque d'une obligation et le plus dangereux, qui peut entraîner les taux d'intérêt à la hausse ou à la baisse, ce qui fait fluctuer le prix.

1.3. Le risque politique

Il s'agit du risque lié à l'instabilité politique ou une décision du pouvoir politique.

1.4. Le risque de réinvestissement des coupons

Il traduit le fait que le détenteur d'une obligation ne sait pas à quel taux ses coupons seront réinvestis et ce, sur toute la durée 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.

En effet, le calcul du rendement à l'échéance se fait en supposant que les intérêts que vont rapporter tous les coupons seront réinvestis au taux d'actualisation en vigueur à l'achat de l'obligation ; mais comme les taux d'intérêt fluctuent, il est peu probable que le taux de réinvestissement des intérêts de chaque coupon soit le taux en vigueur à l'achat de l'obligation. Plus l'échéance est éloignée, plus il est probable que ce taux changera.

2. Le risque spécifique

« Le risque spécifique est propre à chaque titre, il est indépendant du risque général du marché »⁵⁴. Nous retrouvons dans cette catégorie, notamment :

2.1. Le risque de défaut

Aussi appelé «Risque de défaillance » ou « Risque de signature », ce dernier concerne la solvabilité de l'émetteur. 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.

Ce risque est encouru par tout crédit, quelque soit son type ; l'obligation étant un crédit, n'échappe pas à la règle et fait courir au souscripteur le risque de ne pas être remboursé à échéance par l'émetteur.

⁵⁴ De La BRUSHLERIE (H) : « Gestion obligataire: Rentabilité, stratégie et contrôle », édition Economica, Paris, 2002, page 59.

En général pour attirer des investisseurs, les entreprises avec un besoin de capitaux, proposeront des taux d'intérêts supérieurs à ce que l'on trouve sur le marché, la différence entre le taux des OAT et les taux des obligations de l'entreprise constitue la prime de risque, c'est donc par définition une prime que l'entreprise paye à l'investisseur suite au risque que celui-ci prend en achetant un titre de créance d'une entreprise avec un risque de défaut par rapport à l'Etat qui par définition également ne peut faire défaut. Il suffit que le marché ait un sentiment de mauvais risque de crédit pour que cela ait un effet défavorable sur le cours des obligations.

2.2. 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. « C'est le risque de ne pouvoir vendre à son prix un titre financier. Il peut se traduire, soit par une impossibilité effective de le vendre, soit par une décote dite d'illiquidité».⁵⁵

Le risque consiste à se retrouver obligé de vendre une obligation avant l'échéance pour faire face à un besoin de liquidités. Si le marché est peu liquide, la vente de l'obligation causera une baisse significative de son prix. Mais dans la mesure où, en tant que particulier, on achète le plus souvent une obligation pour la conserver jusqu'à son échéance, ce risque reste relativement réduit.

3. Les autres types de risque

3.1. Le risque opérationnel

Il existe plusieurs définitions du risque opérationnel, parmi elles, on trouve celles qui le considèrent comme : toutes les pertes ne résultant ni du risque de crédit ni du risque de marché. Le comité de Bâle sur le contrôle des banques a défini en 2001 le risque opérationnel comme étant : « Le risque de perte résultant de carences ou de défauts attribuables à des procédures, personnels et systèmes internes ou à des événements extérieurs ». Incluant ainsi le risque politique, le risque de change, le risque humain (risque de trading par exemple), le risque de catastrophes naturelles...etc.

3.2. Le risque de portefeuille

Tant qu'un portefeuille de titres contienne des obligations non corrélés (n'évoluent pas de la même sens), et des titres de différents niveaux de risques, son risque sera inférieur à la moyenne des risques de ces titres. Ceci a été démontré par la théorie moderne de portefeuille.

⁵⁵ www.vernimen.net/html/glossaire/definition_risque_liquidite, le 01/01/2013.

Section 4 : Les mesures du risque obligataire

Considérés depuis toujours comme des placements simples, « à conserver » sur lesquels des intérêts étaient perçus et réinvestis jusqu'à l'échéance, les titres à revenu fixe sont aujourd'hui devenus plus complexes, en raison de la volatilité des taux d'intérêt, de l'inflation, de la croissance des marchés et des nouvelles stratégies de négociation. Leur complexité vient du fait que leurs cours fluctuent davantage, et que l'on voit de plus en plus apparaître différents modèles d'évaluation.

L'évaluation d'une obligation revient à trouver ce qu'elle devrait valoir en principe dans les conditions actuelles du marché par une opération mathématique dite d'actualisation, en déterminant la valeur actuelle théorique de l'ensemble des flux qui la composent. « Les taux d'actualisation choisis pour cette opération sont déterminés par l'observation de ceux déjà appliqués sur le marché à des obligations comparables par la durée, la liquidité et le risque de crédit présenté». ⁵⁶

La valeur théorique d'une obligation, de même que son prix sur le marché, changent en permanence sous l'effet :

- de l'évolution du marché des taux d'intérêt ;
- de l'écoulement du temps.

En conséquence, les analystes obligataires ne peuvent se satisfaire du prix d'un titre obligataire. Toujours dans une perspective de gestion optimale et afin de parvenir à une meilleure appréhension du risque d'une obligation, ils ont inventé des outils d'analyses et des concepts qui sont aujourd'hui très largement répondus au sein de la communauté financière.

Les outils les plus courants sont, par excellence, les outils 'actuariels', ils se basent sur le principe de l'actualisation qui possède des avantages et des inconvénients. La sensibilité, la duration et la convexité sont des éléments habituels des financiers leur permettant d'apprécier le risque de taux. La connaissance de ces valeurs instantanées d'un portefeuille et leur projection permettent d'établir une stratégie d'investissement ou de désinvestissement en fonction de l'anticipation de la courbe des taux, tout en respectant certaines contraintes imposées sur ce portefeuille.

1. La mesure de la variation du prix

Une fois l'obligation émise sur le marché primaire, elle est cotée et négociée au niveau du marché secondaire où les prix sont déterminés en fonction de la loi de l'offre et la demande. Ce prix peut

⁵⁶ http://fr.wikipedia.org/wiki/%C3%89valuation_d'obligation, le 05/01/2013.

être surévalué ou sous évalué suivant les appréciations que donnent les investisseurs pour ce titre. Il est donc utile de connaître le prix théorique qu'il faut comparer avec le prix du marché pour pouvoir prendre sa décision d'investissement.

« En effet, l'investisseur qui acquiert maintenant une obligation doit déboursier un certain montant d'argent (soit la valeur de l'obligation) et percevra plus tard une série de flux monétaires (soit les versements d'intérêts périodiques et le remboursement de capital à la date d'échéance du titre)»⁵⁷.

Le prix théorique d'une obligation est égal à la valeur actuelle, au taux du marché, des coupons et du prix de remboursement auxquels elle donne droit. La valeur varie donc en fonction du taux d'intérêt du marché et génère alors un risque en capital dès que l'obligataire souhaite la vendre avant l'échéance.

$$VA = \sum_{r=0}^n \frac{\text{Flux futurs}}{(1+i)^r}$$

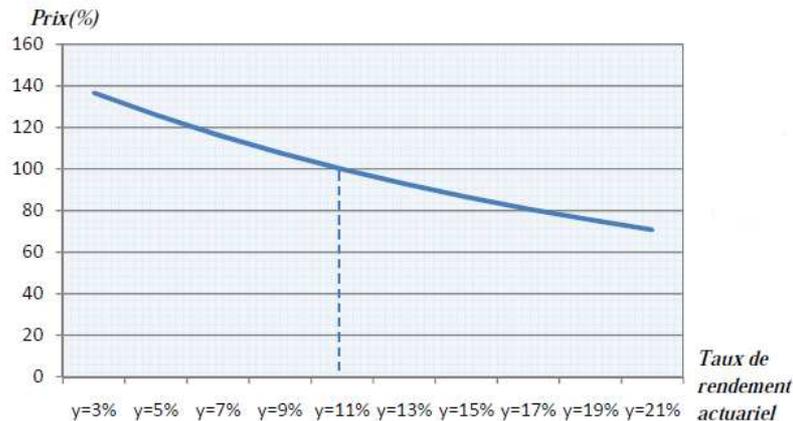
- VA étant la valeur actuelle de l'obligation ;
- Les flux futurs étant les intérêts à encaisser chaque période (annuellement semestriellement ou trimestriellement suivant la convention) et le capital à rembourser ;
- i étant le taux d'actualisation;
- t étant le nombre d'années à courir jusqu'à l'échéance.

Le taux d'actualisation à utiliser est le taux de rendement actuariel exigé par le marché sur les obligations de même type, du même risque et de même maturité⁵⁸.

Le comportement financier des investisseurs sur le marché laisse entendre que les deux facteurs prix et taux de rendement actuariel sont inversement liés. En effet, la réalité du marché impose le fait que les investisseurs optent pour les investissements les plus rentables, par conséquent, si les taux d'intérêt subissent une hausse, l'investisseur aura intérêt à vendre son obligation afin d'investir dans d'autres, et toutes choses égales par ailleurs, on assistera à une baisse des prix des obligations. Par ailleurs, de la même façon, en cas de baisse des taux d'intérêt, le cours de l'obligation augmente. Cette relation peut être présentée par le graphique ci-dessous :

⁵⁷ MORISETTE Denis : « Valeurs mobilières et gestion de portefeuille », p 111, 4^{ème} édition, les éditions SMG, Québec, 2006.

⁵⁸ La maturité d'une obligation est le temps qui reste à courir jusqu'à son échéance.



La courbe obtenue prend une forme convexe et non linéaire, cette forme provient de l'influence d'autres paramètres à savoir la maturité de l'obligation et son taux de coupon.

2. La mesure du risque de défaillance

Le risque de défaillance ou de défaut est le risque de ne pas être remboursé par l'émetteur à échéance. Il représente la probabilité que l'émetteur ne respecte pas ses engagements. Il s'agit donc d'un risque spécifique puisqu'il est propre à chaque obligation. Ce risque peut se manifester par un report ou un non paiement d'un coupon, ou encore le non remboursement de l'emprunt dû à la faillite de l'emprunteur. Ce risque peut être mesuré par plusieurs méthodes, mais les plus utilisées et les plus connues sont :

- **La notation financière** : En se basant sur le critère de solvabilité, cette mesure est définie comme l'appréciation attribuée (la note) par une agence de notation financière à un Etat, une Entreprise ou encore à une opération. « La notation d'un émetteur fournit de l'information sur les probabilités de défaillance qui lui sont associées »⁵⁹.

Ce type de risque est représenté dans les cotes de crédit publiées par les agences de crédit (Moody's, Standard & Poor's, Canadian Bond Rating Service, Dominion Bond Rating Service...) qui apprécient la qualité des émetteurs. Ces agences utilisent plusieurs critères d'appréciation dont les ratios de levier financier, les ratios de liquidité, les ratios de couverture des intérêts (BAII / Intérêts), les ratios des flux monétaires sur la dette, les ratios de rentabilité et d'autres outils pour mesurer la capacité de l'émetteur des obligations à honorer ses engagements (paiement périodique des coupons et remboursement du principal à l'échéance).

⁵⁹ C. GODLEWSKI & M. MERLI : «Gestion des risques et institutions financières », p 98, édition Pearson, Paris 2007.

- **Le spread de crédit** : le "spread de crédit" symbolise l'écart de taux entre un actif sans risque et un actif risqué offert à l'investisseur sous la forme d'une prime de risque, cela correspond au risque spécifique que l'on prend en prêtant à tel ou tel émetteur sans tenir compte du risque de taux.

La prime de risque mesure donc la qualité de crédit de l'émetteur; plus elle est importante pour une obligation ou un émetteur donné, plus le placement dans ce titre est risqué et plus l'émetteur représente une qualité de crédit plus cette prime sera réduite.

Les obligations de l'Etat représentent les actifs les moins risqués sur les marchés, leur risque est pratiquement égal à zéro. La prime de risque y afférente est donc nulle.

3. La mesure du risque de taux

Pour comprendre l'influence nette qu'exercent les fluctuations des taux d'intérêt sur le capital acquis par le détenteur d'une obligation au terme de l'horizon qu'il s'est fixé, il est important de mesurer le risque relié à une variation des taux d'intérêt sur le marché et de l'impact de cette variation sur le prix des obligations. Pour ce faire, plusieurs mesures sont utilisées dont les plus importantes sont :

- **La duration** : Elle est définie comme étant la durée de vie effective de l'obligation ou encore la durée moyenne pondérée pour récupérer entièrement le capital et les paiements d'intérêt, la pondération (ou poids) de chaque versement étant mesurée par l'importance du versement par rapport au prix actuel de l'obligation.

La duration est la mesure la plus fréquente quand il s'agit de mesurer l'exposition au risque de taux d'intérêt. « C'est l'horizon à l'issue duquel, quelle que soit l'évolution des taux d'intérêt, la valeur globale du portefeuille (obligations + coupons réinvestis) est la même, et l'investisseur aura dégagé sur son investissement un taux de rentabilité égal au taux actuariel annoncé au moment de l'émission. On dit alors que le portefeuille est immunisé⁶⁰. Elle constitue comme l'a observé originalement F.R.Macaulay, une mesure plus précise de la vie d'une obligation que son échéance. Contrairement à l'échéance qui ne tient compte que de la date où aura lieu le paiement final, la durée prend également en considération l'importance des versements d'intérêts et les moments où ces derniers auront lieu. Elle est donnée par la formule suivante :

⁶⁰ www.vernimmen.net, le 13/05/2013.

$$Duration(D) = \frac{1}{V} \sum_{i=1}^n \frac{i \times F_i}{(1+t)^i}$$

V: Prix de l'obligation (Valeur actuelle) ;

Fi: Flux monétaire de la période ;

t: Taux du marché (Taux actuariel) ;

i : nombre de périodes à écouler avant que l'investisseur perçoive le flux monétaire.

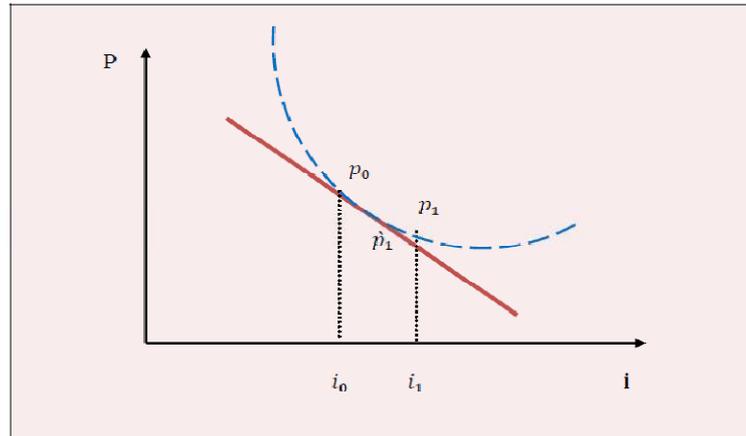
Le concept de durée s'avère très utile pour apprécier la variation du prix d'une obligation provoqué par un changement du taux d'intérêt du marché.

- **La sensibilité (Modified duration):** La sensibilité (ou la durée modifiée de Macaulay) d'une obligation mesure la variation de sa valeur en pourcentage, induite par une variation donnée du taux d'intérêt. Elle est égale à la valeur absolue de la dérivée de la valeur de l'obligation par rapport au taux d'intérêt divisé par la valeur de l'obligation. La sensibilité exprime la variation du cours de l'obligation suite à une variation de 1% du niveau de taux d'intérêt (concept d'élasticité en économie). Elle est utile pour les faibles variations des taux d'intérêt. Le calcul de la sensibilité est donné par la formule :

$$Sensibilité(S) = -\frac{dV}{Vdt} = \frac{1}{V(1+t)} \sum_{i=1}^n \frac{i \times F_i}{(1+t)^i}$$

On notera que la sensibilité comporte un signe négatif : la valeur de l'obligation s'accroît lorsque le s taux d'intérêt diminuent, et baissent lorsqu'ils augmentent.

- **La convexité :** La sensibilité fournit une mesure de la variation des prix des obligations non suffisamment précise pour une variation importante de taux d'intérêt; la réalité du marché nous laisse dire que la sensibilité, représentée par une fonction de dérivée première, ne donnera une bonne approximation des prix que pour des variations minimales des taux d'intérêt. Donc, le recours à une méthode précise impose l'application d'un terme de second ordre, négligeable pour des petites variations de taux d'intérêt. Cet élément suppose que la relation qui lie le prix et le taux de rendement d'une obligation n'est pas linéaire mais plutôt convexe ; d'où le concept de '**convexité**' qui est représentée dans le graphe ci-dessous :



L'expression de la convexité obtenue à travers le développement mathématique est donnée par :

$$C_x = \frac{1}{p(1+i)^2} \sum_{t=1}^T (t^2 + t) \frac{FM}{(1+i)^t}$$

C_x : Convexité ;

p : Prix ou valeur de l'obligation ;

i : taux du exigé par les investisseurs ;

t : période

FM : flux monétaire de la période

La convexité est en fait une mesure de la courbure de la relation prix-rendement. Elle varie d'un point à l'autre de la courbe et est différente d'une obligation à une autre.

CHAPITRE III : EFFICIENCE DU MARCHÉ ET ASYMETRIE D'INFORMATION

Les développements des marchés financiers dans le monde ont permis et suscité un élargissement et un approfondissement de la théorie financière. « De nombreux modèles du comportement des cours boursiers ont été développés par des économistes et des professeurs de finance depuis une vingtaine d'années ».⁶¹

Les marchés financiers, notamment le marché obligataire, permettent également de transférer et de gérer le risque financier. Ils constituent, de nos jours, des machines de transfert de risque au niveau national et international entre les différents intervenants qui peuvent céder leur risque financier à d'autres agents qui achètent et reçoivent pour cela une prime appelée prime de risque plus ou moins rémunérée selon le degré de risque unitaire achetée. Sans une bonne répartition du risque et de l'information les acteurs ne peuvent intervenir sur les marchés. Il suffit de considérer les délits initiés ou les faillites issues de l'absence de contrôle des risques pour comprendre que l'élément essentiel au bon fonctionnement d'un marché boursier est la transparence de l'information et la bonne évaluation du prix du risque. Ceci dit, la rationalité des opérateurs et les informations diffusées sur le marché sont au cœur de la théorie de l'efficacité des marchés.

La notion d'efficacité des marchés financiers trouve ses origines dans la célèbre thèse de L.Bachelier⁶² en 1900 qui a étudié le lien entre l'évolution des cours en bourse et la marche au hasard mais les principales références sur ce thème sont sans doute les articles d'E.Fama⁶³ qui a marqué le début de la littérature moderne sur le sujet en définissant un marché efficace comme « un marché sur lequel les prix des titres reflètent toute l'information disponible ». Au cours des années qui ont suivi sa conception, l'efficacité apparaissait vérifiée dans tous les cas de figure, et sur tous les marchés.

Nonobstant, La littérature financière a amassé un nombre conséquent d'anomalies évidentes. Ces anomalies suggèrent que le principe de comportement rationnel lié à l'hypothèse d'efficacité des marchés n'est pas totalement exact, ou du moins incomplet et que ces anomalies peuvent être dues à des erreurs de jugements de la part des investisseurs lors du processus de prise de décision.

⁶¹ JACQUILLAT Bertrand & SOLNIK Bruno : « Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques », p42, édition DUNOD, Paris, 1990.

⁶² **Louis** Jean-Baptiste Alphonse **BACHELIER**, né au Havre le 11 mars 1870 et mort le 26 avril 1946, est un mathématicien français. Il est aujourd'hui considéré comme un précurseur de la théorie moderne des probabilités et comme le fondateur des mathématiques financières. Dans sa thèse intitulée Théorie de la spéculation, soutenue le 29 mars 1900, il a introduit l'utilisation en finance du mouvement brownien (découvert par Brown, biologiste), qui est à la base de la plupart des modèles de prix en finance.

⁶³ **Eugène FAMA** (né le 14 février 1939 à Boston, Massachusetts) est un économiste américain auteur de la théorie d'efficacité des marchés financiers.

Etant entendu que la valeur d'une information dépend notamment de sa dispersion parmi les intervenants au marché, les informations recherchées par les investisseurs dépendent directement du degré d'efficience qu'ils accordent au marché. En effet, dans un marché où l'efficience informationnelle est forte, il est inutile de rechercher de l'information concernant le titre car elle est totalement contenue dans le prix. Suivant les définitions de ROBERT et FAMA, plusieurs tests ont été entrepris afin de confronter l'hypothèse du marché efficient au comportement des cours des titres sur les principales places financières.

Par ailleurs, le fonctionnement des marchés financiers dépend, bien évidemment, des ordres d'achat et de vente passés par les investisseurs. Si l'on exclut certaines opérations techniques comme la couverture de risque (le *hedging*) ou les transactions assistées par ordinateur (*program trading*), les décisions boursières sont en général justifiées par les informations que les acteurs reçoivent. L'asymétrie d'information prend pour hypothèse que sur un marché donné certains opérateurs sont mieux informés que d'autres et sont donc susceptibles d'accroître leurs gains et de limiter leurs pertes par rapport à ceux qui sont moins bien informés.

L'asymétrie informationnelle entre les dirigeants d'entreprise et le marché est l'une des hypothèses les plus avancées dans la littérature [Ross (1977), Leland & Pyle (1977), Miller & Rock (1985)]. Elle suppose que les dirigeants d'entreprises possèdent des informations, spécifiques à leur propre entreprise, que le marché ignore. Elle implique, en outre, que leurs décisions financières véhiculent des signaux qui traduisent leurs anticipations sur la situation réelle et donc sur l'avenir de leur entreprise.

Section 1 : La théorie de l'efficience de marché

L'efficience de marché est une théorie qui peut apparaître simple et peu compliquée mais qui a connu plusieurs développements complexes dans le temps grâce aux différents travaux qui ont été menés dans ce cadre par différents chercheurs notamment, EUGENE FAMA à qui est attribuée la paternité de la théorie au vu de ses articles fondateurs de 1965.

« Les résultats des premiers tests qui ont été effectués dans les années soixante étaient plutôt favorables à l'hypothèse de l'efficience du marché. Toutefois, au fur et à mesure que les outils statistiques utilisés se sont raffinés et que la qualité des données employées s'est améliorée, plusieurs inefficiences ont été détectées, ce qui a contribué à relancer le débat concernant le type et la quantité d'informations que le cours des titres incorporent réellement.»⁶⁴

1. Le concept d'efficience de marché

1.1. Définition

Si l'on trouve les origines du concept d'efficience dans la thèse du mathématicien français Louis Bachelier publiée en 1900, l'« hypothèse d'efficience » a véritablement été formulée aux Etats-Unis au début des années soixante au sein de la célèbre « Ecole de Chicago ». C'est cependant EUGENE FAMA qui donna la première définition au concept de l'efficience, qui stipule « qu'un marché financier est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur ce marché, est immédiatement intégré dans le prix de cet actif ».⁶⁵

Ainsi sur un marché efficient, dès qu'il y a une nouvelle information concernant un actif, le prix de ce dernier est aussitôt modifié pour inclure cette information. Si, donc un événement important surgit lors de la vie d'une obligation de manière à affecter la solvabilité de l'émetteur et donc son risque de défaut, le prix de cette obligation sera modifié à l'instant même de manière à intégrer ce risque dans le nouveau prix. Le marché est alors efficient dans le sens où en tant que mécanisme d'échange, l'information nécessaire à cet échange est correctement transmise par les prix.

Dans ce contexte, l'efficience est appréhendée comme étant la disposition du marché à rétablir l'équilibre ; le marché est alors dit efficient si les prix qui s'y forment constituent des signaux fiables permettant aux investisseurs de prendre les bonnes décisions d'allocation des ressources.

⁶⁴ MORISSETTE Denis : op.cit, p 475.

⁶⁵ GILLET Philippe : « L'efficience des marchés financiers », p11, édition Economica, Paris, 1999.

Même si la définition de Fama a eu beaucoup de succès et d'affirmation les premier temps, certains chercheurs, venus après, trouvent qu'elle manque de précision et que sa portée opérationnelle est limitée. S.J.GROSSMAN (1976)⁶⁶, affirme dans ses recherches que l'équilibre totalement révélateur du marché est pratiquement impossible. Il explique que si toutes les informations sont incluses dans le prix et que les investisseurs ne suivent que cette donnée, il est donc inutile de produire et d'utiliser l'information.

En 1978, M.Jensen⁶⁷ propose une définition plus précise à l'efficience : « Dans un marché efficient, toute prévision dégage un profit nul »,⁶⁸ ou « sont réputés efficients les marchés sur lesquels les prix des actifs cotés intègrent les informations les concernant de telle manière qu'un investisseur ne peut, en achetant ou en vendant cet actif, en tirer un profit supérieur aux coûts de transaction engendrés par cette action ».

D'après Jensen, il est possible de faire des prévisions mais le profit est nul. Il affirme que si les frais de prévisions sont pris en considération, le profit devient nul sur un marché efficient.

Une autre définition peut être donnée à l'efficience : « On définit généralement un marché des capitaux efficient comme un marché sur lequel les prix des titres reflètent complètement toute l'information pertinente dont on dispose sur la valeur fondamentale des titres ».⁶⁹

En fin, B.G.MALKIEL⁷⁰ (2003), définit les marchés financiers efficients comme étant des marchés qui ne permettent pas aux investisseurs de réaliser des gains supérieurs à la moyenne sans accepter de prendre des risques supérieurs à la moyenne.

1.2. Caractéristiques d'un marché efficient

Un marché efficient est caractérisé par un ensemble de particularités qui expliquent son fonctionnement et ses principes de base. Cet ensemble peut être cerné dans les points ci-dessous :

- ➡ Un marché est dit efficient lorsqu'il existe en son sein plusieurs investisseurs et qu'aucun d'entre eux ne peut détenir un monopole de manière à influencer les prix. Les investisseurs qui

⁶⁶ **Sanford "Sandy" Jay GROSSMAN** (né en Juillet 21, 1953) est un économiste américain et gestionnaire de hedge funds spécialisé en finance quantitative. Les recherches de Grossman ont parcouru l'analyse de l'information sur les marchés financiers, la structure d'entreprise, les droits de propriété et la gestion des risques. il est actuellement président et chef de la direction QFS Asset Management, une filiale qu'il a fondé en 1988.

⁶⁷ **Michael Jensen** (né en Novembre 30, 1939) est un économiste américain travaillant dans le domaine de l'économie financière. il est actuellement le Directeur Général en charge de la stratégie organisationnelle de Monitor Group, une société de conseil en stratégie. Il est aussi professeur en administration des affaires à l'université de Harvard.

⁶⁸ « Encyclopédie des marchés financiers » : Yves SIMON, p 410, édition Economica, Paris, 1997.

⁶⁹ « Les marchés financiers » : G. Marie HENRY, p 38, édition Armand COLIN, Paris, 1999.

⁷⁰ **Burton Gordon MALKIEL** (né le 28 août 1932) est un économiste américain, diplômé des universités de Princeton et d'Harvard, professeur de finance à l'Université de Princeton, surtout connu pour son best-seller financier, rédigé en 1973.

possèdent des informations privilégiées « les initiés »⁷¹ et les professionnels de marché qui possèdent les compétences nécessaires pour réaliser les meilleures performances, sont incapables d'agir sur les prix des titres, notamment les obligations ;

- Un marché est efficient quand l'accès à l'information est libre pour tous les intervenants : prêteurs, investisseurs, administration, Etat...etc, de manière à ce qu'ils soient tous au même niveau d'information concernant leurs prévisions relatives aux performances futures des sociétés cotées ;
- « Un marché est d'autant plus efficient que le coût des transactions est faible ».⁷² En effet, les coûts de transactions jouent un rôle important dans la détermination de l'équilibre du marché qui ne peut s'affirmer que si les opérations n'enregistrent aucun coût.
- Sur un marché efficient, il existe une liberté totale dans la négociation des titres sans aucune contrainte fiscale ou de coûts ;
- Un marché n'est efficient que s'il est liquide. La liquidité d'un titre implique sa fréquence de négociabilité ; plus le titre est liquide, plus il est négociable et affiche un ajustement de prix suivant l'information intégrée. Un titre peu liquide par contre enregistre un retard dans l'incorporation de l'information vu que le prix ne change pas constamment ;
Les études et recherches ont démontré qu'il existe une relation directe entre la liquidité d'un titre et le taux de rendement exigé par les investisseurs pour ce même titre. Plus la négociabilité de l'action ou l'obligation est faible, plus les investisseurs vont demander un taux de rendement élevé et plus le prix du titre sera incertain et inclura une prime de risque supérieure;
- Dans un marché efficient, les investisseurs sont rationnels dans la prise des décisions d'investissement, ce qui les pousse à chercher à maximiser les gains qu'ils peuvent réaliser pour un niveau de risque donné;
- Dans un marché efficient, aucun investisseur ne peut réaliser un gain supérieur aux autres du moment que le rendement réalisé suffit pour compenser tous les risques liés.

Toutefois, il faut bien comprendre ce concept d'efficience des marchés et ne pas tomber dans de fausses interprétations. La théorie d'efficience ne veut pas dire qu'il n'y a pas d'impôt, ni de frais de transaction. Elle ne veut pas dire non plus qu'on ne peut pas faire des profits sur les marchés financiers. Elle dit seulement que la concurrence sur les marchés financiers est très vive et que les cours reflètent bien la valeur intrinsèque véritable des actifs. Ainsi, lorsqu'on parle de marchés financiers efficients, on parle de marchés fonctionnels où les prix sont équitables.

⁷¹ Les organismes de surveillance mettent en place des réglementations et restrictions qui empêchent les délits d'initiés.

⁷² VERNIMMEN Pierre : « Finance d'entreprise », p371, 6^e édition, édition DALLOZ, Paris, 2002.

2. Marché efficient et marché pur et parfait

« La théorie des marchés efficients apparaît comme une traduction financière de la notion de marchés purs et parfaits, tels qu'ils ont été conçus par les économistes du XIXe siècle, et en particulier par Adam Smith. Cependant, Mayer (1982) conteste cette affirmation». ⁷³

En finance, il arrive fréquemment que l'hypothèse d'un marché parfait soit utilisée afin de faciliter le développement de modèles théoriques du fait qu'elle apporte, en matière d'existence du marché, une simplification de la réalité tout en permettant une grande rigueur de raisonnement.

Le marché est dit parfait, dans le cas où les conditions suivantes sont réunies :

- Il n'existe pas de barrière à l'entrée du marché ou de freins aux transactions ;
- Aucun intervenant ne domine le marché et ne peut donc influencer la formation des prix, la concurrence est parfaite
- L'information est gratuite et mise à la disposition de tous les acteurs simultanément ;
- Il n'existe pas de coût de transaction, ni de taxe ou d'impôt ;
- Les titres sont tous parfaitement divisibles et parfaitement négociables ;
- On peut emprunter ou prêter sans limitation au taux sans risque ;
- Les investisseurs sont rationnels et ont pour objectif l'utilité de leur richesse.

L'existence de tels marchés ferait que les prix de titres soient fixés de manière à égaliser les taux de rendement marginaux ⁷⁴ des emprunteurs et ceux des épargnants prêteurs ; les coûts de transactions seraient donc minimes assurant une rémunération appropriée aux intermédiaires.

Un marché efficient par contre est un marché dans lequel l'information nouvelle est incorporée instantanément et complètement dans le cours des actions.

De cette définition découlent trois caractéristiques du marché efficient qui méritent d'être approfondies:

- L'information nouvelle: c'est une information qui ne peut être déduite de l'information ancienne, elle est strictement imprévisible, complètement aléatoire et non corrélée avec l'information déjà connue.

On peut distinguer entre différents degrés de « nouveauté » de l'information. Par exemple l'incendie d'une usine ou la mort brutale du Président directeur général constituent des

⁷³ GILLET Philippe : « L'efficience des marchés financiers », p 17, Edition Economica, Paris, 1999.

⁷⁴ Taux ajustés aux risques.

informations complètement imprévisibles. Alors que d'autres informations sont plus ou moins déductibles d'autres informations déjà annoncées comme par exemple l'annonce d'une augmentation de 50% du résultat de l'entreprise...etc.

- L'incorporation de l'information nouvelle dans le cours du titre: elle se manifeste par le nouveau cours découlant des ordres d'achat et de vente émanant de la part des investisseurs qui ont déjà pris connaissance de l'information nouvelle et qui l'ont interprété pour pouvoir prendre des décisions d'achat ou de vente.
L'hypothèse d'efficience du marché n'implique pas que tous les investisseurs aient la même interprétation de la nouvelle.
- L'incorporation instantanée et complète: l'incorporation de l'information nouvelle a lieu tout entière dans la première cotation qui suit l'annonce de la nouvelle avec l'apparition d'un nouveau prix d'équilibre.

Dans ce cadre, « la notion de marché efficient est beaucoup moins restrictive que celle de marché parfait. Ainsi le marché peut être efficient même si les investisseurs sont assujettis à l'impôt et doivent payer une commission au courtier lorsqu'ils achètent ou vendent des titres ».⁷⁵

En fait, l'efficience se réalise principalement à travers les conditions ci-dessous :

- La gratuité de l'information et son accessibilité simultanée à tous les investisseurs ;
- L'existence d'un nombre important d'investisseurs rationnels sur le marché et aucun d'entre eux ne peut réaliser des transactions de manière à affecter les prix ;
- La réaction rapide des investisseurs aux nouvelles informations de manière à ce qu'elles soient intégrées dans le prix qui s'ajuste automatiquement à cette réaction;
- Les informations publiées se succèdent et sont indépendantes les unes des autres.

La théorie de l'efficience des marchés financiers correspond à la théorie de l'équilibre concurrentiel appliquée au marché des titres financiers. Elle suppose l'atomicité des agents et les participants sont en concurrence active dans le but de réaliser des profits, de telle sorte qu'aucun d'entre eux ne puisse à lui seul influencer le niveau des prix qui s'établiront sur le marché. Du fait de la présence active d'un grand nombre d'opérateurs sur le marché, les écarts du prix observé par rapport à la valeur fondamentale vont décroître.

⁷⁵ Denis MORISSETTE, op.cit, p386.

Section 2 : Les différentes formes de l'efficience

Les différentes définitions assignées à l'efficience montrent bien qu'un marché efficient est celui qui réalise les objectifs suivants :

- Une allocation optimale des ressources ;
- Une évaluation juste des prix de marché ;
- Une information disponible et un service rendu au coût le plus faible possible.

De ce fait, le concept d'efficience de marché financier revêt trois dimensions et donc trois principales formes.

1. L'efficience allocationnelle

Cette forme a une relation directe avec l'allocation optimale des ressources. Elle stipule que le marché est capable d'orienter les ressources vers les emplois les plus productifs et de contribuer de ce fait au développement économique.

« Un marché est efficient au niveau allocationnel si les prix des titres sur ce marché reflètent complètement toute l'information pertinente connue à leur sujet et incorpore rapidement toute nouvelle information ayant une valeur économique⁷⁶ ».⁷⁷

Dans une telle forme d'efficience, on ne parle pas de hasard ou d'opportunités du moment que le prix du titre inclut à tout moment toute l'information et le rendement réalisé par l'investisseur sera en fonction du risque que présente le titre. Les investisseurs ne pourront donc pas avoir des rendements successifs plus élevés que la vraie valeur réelle. Les écarts se trouvant entre la valeur marchande et la valeur réelle du titre vont rapidement être éliminés par les investisseurs en quête de ces opportunités et les prix vont rejoindre leur niveau d'équilibre vu la disponibilité instantanée de l'information.

D'un autre côté, dans la fonction allocationnelle du marché financier efficient, ce dernier permet la consolidation des risques et leur transfert vers ceux qui sont prêt à les assumer ce qui entraîne un nombre important de transactions et donc une liquidité du titre et un prix reflétant toute l'information instantanée.

Un marché fait preuve d'efficience allocationnelle lorsque le taux de rendement marginal est le même pour tous les épargnants et emprunteurs. Dans un tel contexte, les investisseurs financent

⁷⁶ Une information a une valeur économique si elle modifie les anticipations du marché concernant la valeur actualisée des flux monétaires à venir.

⁷⁷ MORISSETTE Denis : « Valeurs mobilières et gestion de portefeuille », p 476, 3^e édition, les éditions SMG, Québec, 1993.

les projets dont la valeur actualisée nette est la plus élevée et aucun projet « rentable » n'est écarté par manque de capitaux. La notion d'efficience allocationnelle est développée dans l'abondante littérature consacrée aux décisions d'investissement des entreprises, ainsi que dans les travaux portant sur les décisions de consommation et d'épargne des particuliers.

L'efficacité allocationnelle est difficile à mesurer, car il faut comparer l'allocation faite au temps « t » par le marché financier avec celle qu'il pourrait faire de façon optimale. « Cette dernière allocation n'étant pas observable, on ne pourra évidemment pas mesurer de façon certaine si le marché est efficace du point de vue allocationnel ». ⁷⁸

2. L'efficience opérationnelle

« Elle indique que les intermédiaires financiers mettent en relation de manière satisfaisante épargnants et investisseurs, ceci au coût le plus faible tout en retirant une juste rémunération de leurs opérations ». ⁷⁹ En d'autres termes, un marché opérationnellement efficace est un marché liquide, où les investisseurs peuvent effectuer des opérations d'achat et de vente d'une manière rapide et avec des coûts dérisoires. L'agent économique peut donc transiger de grandes quantités de titres à un prix équivalent à la valeur marchande actuelle et dans des délais adéquats.

Ainsi, dans un marché efficace opérationnellement, un investisseur a la capacité de réaliser des transactions d'achat ou de vente portant sur des quantités relativement importantes à un prix voisin de sa valeur marchande actuelle et ce, dans un délai de temps rapide.

L'efficience opérationnelle est donc liée au coût de l'obtention du capital. Les marchés de capitaux sont efficaces du point de vue opérationnel si les coûts de transaction générés par le transfert du capital sont maintenus à un niveau raisonnable. Les intermédiaires financiers mettent en relation de manière satisfaisant les offreurs et les demandeurs de capitaux au coût le plus faible tout en tirant une juste rémunération.

3. L'efficience informationnelle

« l'efficience informationnelle est la remise au goût du jour du concept de marché parfait du XIXe siècle. Selon cette acception, un marché sera efficace si l'ensemble des informations pertinentes à l'évaluation des actifs financiers qui y sont négociés se trouve instantanément reflété dans le cours ». ⁸⁰

Cette définition indique qu'il y a efficience informationnelle lorsque les prix reflètent pleinement toute l'information disponible relativement à un événement passé, présent et futur. Le marché est

⁷⁸ PAGE Jean-Paul : « Gestion financière et création de valeur », p 1.28, tome 1, édition DTR, Québec, 2005.

⁷⁹ TEULIE Jacques & TOPSACALIAN Patrick, op.cit, p78.

⁸⁰ JACQUILLAT Bertrand & SOLNIK Bruno, op.cit, p43.

informationnellement efficient si l'ensemble des informations utiles dans l'évaluation se trouve automatiquement reflété dans le cours.

L'efficience informationnelle a trait à la transparence et à la divulgation des renseignements nécessaires à la prise d'une décision d'investissement. Les marchés de capitaux font preuve d'efficience informationnelle lorsque leurs participants ont accès à toute l'information relative aux avantages et aux risques que présentent les occasions d'investissement.

Dans un monde parfait, l'investisseur et l'entreprise disposent de la même information à ce sujet et, sur la foi de cette information, s'abstiennent de financer des projets qu'ils jugent non rentables.

Afin de vérifier empiriquement l'hypothèse de l'efficience du marché, FAMA distingue trois formes de l'efficience informationnelle : la forme faible, la forme semi-forte et la forme forte.

3.1. La forme faible

La forme faible de la théorie de l'efficience stipule que le prix actuel d'un actif financier ne dépend nullement des informations passées relatives à ce titre. Les événements (résultats, dividendes distribués, évolution du chiffre d'affaire, etc.) et cours historiques ne donnent donc aucune information utile à faire des prévisions relatives au cours futurs.

Dans un marché caractérisé par une efficience faible, les fluctuations des prix d'un titre financier suivent un mouvement ou une « marche aléatoire »⁸¹ (Random walk).

« En d'autres termes, l'hypothèse faible de la théorie de l'efficience des marchés financiers peut se résumer aux affirmations suivantes : le prix à l'instant t de chaque actif financier est totalement indépendant du prix du même actif à l'instant $t+1$ ou aux autres périodes précédentes, quelque soit la périodicité choisie.»⁸²

Le marché est donc qualifié d'efficient au sens faible dans le cas où les investisseurs ne peuvent réaliser des rendements excédentaires à travers l'utilisation et l'étude des prix et rendements passés.

⁸¹ L'expression « marche aléatoire » ou « random walk » repose sur l'idée selon laquelle les changements de périodes à périodes dans les prix d'un titre financiers sont totalement indépendants. En d'autres termes, les changements futurs des prix ne peuvent être prévus sur la base de séries historiques : l'analyse des cours actuels ou passés ne fournit aucune indication pour le futur.

⁸² GILLET Philippe : « L'efficience des marchés financiers », p 38, édition Economica, Paris, 1999.

3.2. La forme semi-forte

Selon cette forme, les prix de marché reflètent toute l'information disponible publiquement. Les prix du marché reflètent non pas seulement les changements passés des prix et volumes mais aussi toute l'information publique disponible et les prévisions y afférentes.

Ces informations peuvent inclure les rapports et états annuels, les prévisions et publications des analystes, les renseignements disponibles sur les journaux, les conditions économiques du pays, etc.

Dans un tel contexte, les investisseurs sont incapables de réaliser des profits anormalement élevés à travers l'analyse fondamentale.⁸³ Ils disposent tous de l'information au même moment, la traitent en temps réel et réagissent tous de manière immédiate, personne ne pourra donc profiter de la nouvelle donnée. Seuls les opérateurs qui disposent d'un accès aux informations non publiques peuvent obtenir des rendements anormaux.

Il est donc possible de déduire de cette forme, les conséquences suivantes :

- Les cours des titres cotés correspondent à la valeur réelle du moment que toute l'information est incluse dans le cours à l'instant même de sa publication ;
- Il n'existe aucune possibilité d'arbitrage du fait que ce sont tous les agents qui disposent de l'information au même moment.

3.3. La forme forte

« Selon l'efficiences parfaite, toute l'information- passée ou présente, publique ou confidentielle, y compris par exemple celle qui concerne les secrets industriels- est incorporée dans le prix des actions. Même ceux qui ont accès à des informations privilégiées ne peuvent en faire usage pour obtenir des résultats supérieurs de leurs investissements.»⁸⁴

La forme forte de l'efficiences donne l'affirmation que les prix des titres reflètent toute l'information disponible, aussi bien la publique que la privilégiée détenue par les initiés de l'entreprise. C'est l'hypothèse la plus audacieuse. Même les partisans de l'efficiences des marchés comme E. Fama ne pense naturellement pas qu'elle soit exactement vérifiée mais qu'elle constitue un benchmark par rapport auquel on peut évaluer l'efficiences des marchés.

⁸³ L'analyse fondamentale concerne à l'origine le marché des actions. Elle consiste à analyser l'ensemble des informations économique, comptable..., des entreprises cotées de manière à déterminer leur valeur.

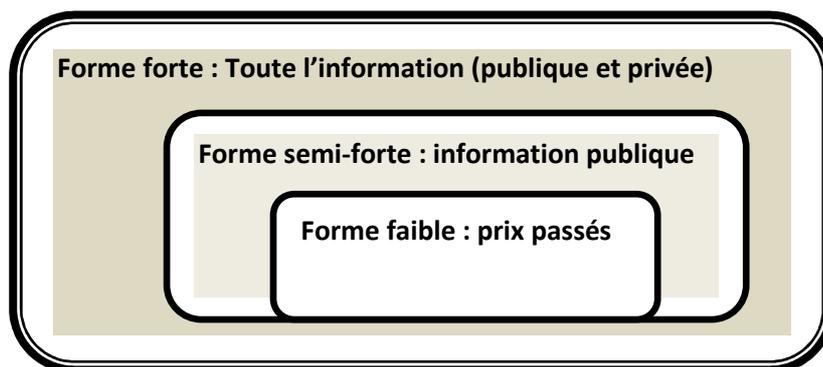
⁸⁴ HENRY Gérard Marie, « Les marchés financiers », p41, édition ARMAND COLIN, Paris, 1999.

Cette hypothèse a bien évidemment des implications sur la stratégie d'investissement. Elle prétend qu'il n'est pas possible de tirer profit des informations privilégiées pour prévoir l'évolution futur du prix d'un titre donnée. Il est donc inutile pour un investisseur informé d'utiliser l'information non publique qu'il détient car elle ne lui permettra pas de réaliser un profit anormal. Au contrario, les actions entreprises sur le marché par les initiés vont donner un signal aux autres et le prix va s'ajuster automatiquement.

Cette hypothèse s'est avérée irrecevable à l'égard de la réalité du marché. Il est difficile d'admettre que la détention d'informations privilégiées ne permet aux investisseurs de réaliser des gains anormaux. Mais il est équitable de conclure que si l'hypothèse d'efficience forte a souvent été rejetée, les gains que l'information privée permet d'atteindre apparaissent de plus en plus limités.

Le schéma ci-dessous résume l'information qui est incorporée dans le cours d'un titre selon les trois formes de l'hypothèse de l'efficience du marché.

Les différentes formes de l'efficience



Source : « Gestion Financière », D.MORISSETTE, p391

Section 3 : Les implications de l'efficience

Suivant les trois formes de l'efficience des marchés financiers, la prévision et la bonne interprétation de l'information, sur un actif financier, sont deux éléments nécessaires pour prévoir l'évolution future de son prix.

Ainsi, la théorie de l'efficience informationnelle consiste à dire que la connaissance des informations qui peuvent affecter le prix d'un titre financier, à la hausse ou à la baisse, ne permettrait pas à son détenteur de réaliser des bénéfices sur le marché financier tant que les autres acteurs (offreurs et demandeurs) disposent simultanément des mêmes informations.

Ces informations ont différents impacts sur le cours d'un titre selon leur nature et concernent principalement l'évaluation correcte du titre qui entraîne des conséquences tant pour l'entreprise, qui est en quête de moyens de financement, que pour l'investisseur qui cherche à réaliser les meilleurs placements possibles.

L'efficience informationnelle est devenue le socle de la finance moderne. Elle représente l'une des conditions fondamentales de nombreux modèles financiers, notamment ceux liés à l'interprétation du comportement et de l'évaluation des titres financiers. Elle a également plusieurs implications sur l'organisation des marchés, la gestion du portefeuille et les stratégies d'investissement.

1. Efficience et stratégies d'investissement

1.1. L'évaluation des titres financiers

Dans un marché efficient, le cours des titres est arrêté suivant des données actualisées et non celles du passé, les titres sont donc correctement évalués. Ce prix dépend de la somme de la valeur actuelle des flux futurs que peut générer le titre. Cependant, le risque d'erreur existe mais il est rapidement corrigé par le mécanisme de l'arbitrage.

« L'hypothèse d'efficience implique que les cours évoluent selon un cheminement aléatoire, selon lequel les variations successives des cours sont indépendantes et issues de la même distribution de probabilités». ⁸⁵ Ce mouvement aléatoire est principalement le résultat de la rationalité et de l'efficacité des intervenants sur le marché financier.

⁸⁵ G.CHARRAUX : « Gestion financière », édition Litec, p102, Paris, 1996.

1.2. Implications pour l'entreprise

Le recours au marché financier étant bien évidemment un moyen de se doter des capitaux nécessaires, l'entreprise y revient souvent pour émettre des actions ou des obligations. Sur un marché efficient, les titres sont correctement évalués, ce qui faciliterait le placement de nouvelles actions sur le marché pour les entreprises et donc son financement.

Dans ce cadre, les entreprises risquées seront obligées de payer une prime de risque plus importante que celle que payent les entreprises moins risquées.

1.3. Implications pour l'épargnant

Le marché financier présente, pour l'épargnant, une deuxième alternative de placement à côté de celle de la banque. Etant rationnel, l'investisseur cherche à fructifier son épargne et donc cherche les meilleurs placements possibles. Dans un marché efficient, les titres de la même catégorie (actions et obligations) sont substituables les uns aux autres du moment que les degrés de risques supérieurs doivent être compensés par des rendements plus importants.

1.4. Fiabilité de l'information

« L'hypothèse de l'efficience des marchés conduit à une réactualisation du « vieux » concept de Modigliani et Miller, à savoir que la valeur d'une entreprise provient de son aptitude à créer de la richesse dans le futur. En conséquence, le marché est capable de faire le tri dans l'information qui lui est proposée entre ce qui relève de la simple illusion comptable et ce qui relève des véritables forces économiques de l'entreprise.»⁸⁶

En effet, l'efficience du marché suppose que toute l'information est incorporée dans le prix et qu'il n'existe pas d'opportunités de réaliser des gains anormaux. Ceci dit, le cours d'un titre à un moment donné reflète toute l'information disponible et donne donc une valeur réelle. Plus l'entreprise est capable de créer de la richesse plus ses prix vont augmenter et vis versa. Les investisseurs sont capables de faire le tri et l'analyse des informations qui représentent un réel potentiel pour l'entreprise ou des points de faiblesse.

2. Efficience et organisation des marchés financiers

Il existe une relation directe entre le type d'organisation et l'efficience. En effet, l'information constitue la matière première de tout analyste financier et investisseur, la qualité de sa diffusion et l'égalité de traitement des investisseurs, dont veillent les autorités de contrôle, sont d'une importance primordiale. L'organisation des marchés financiers influence donc l'information, sa

⁸⁶ TEULIE Jacques & TOPSACALIAN Patrick, op.cit, p95.

qualité et les moyens de la diffuser. Plus les autorités de contrôles sont puissantes, plus les marchés sont efficaces.

2.1. Les autorités de marché

Le rôle des autorités de marché est très important dans la vérification de la diffusion et la qualité d'informations que publient les entreprises cotées. Cependant, la théorie de l'efficacité implique que l'information procurée au marché soit unique et absolument fiable. Elle ne doit en aucun cas être déformée ou manipulée par de fausses rumeurs et c'est à quoi veillent les autorités de marché au moyen des différentes restrictions et gardes fous qu'elles imposent dans la réglementation et en particulier en matière de l'égalité de traitement des investisseurs.

L'efficacité de ces organismes de contrôle influe donc de manière directe sur l'efficacité du marché. Elle dépend à la fois de leurs pouvoirs, indépendance, autorité et moyens.

2.2. La diffusion de l'information

L'information est l'un des éléments fondamentaux du fonctionnement des marchés financiers. Elle provient de sources diverses qui peuvent être officielle ou non. Sur le plan juridique il s'agit d'abord de l'information comptable et de la publicité légale, et ensuite de l'information financière fournie par les entreprises. L'information financière constitue l'élément essentiel de prise de décision des investisseurs.

Les organismes de contrôle et de réglementation peuvent participer à la diffusion d'informations à travers leurs publications et sites mais il peut s'agir aussi de sources non officielles telle la presse financière spécialisée⁸⁷ qui publie constamment des informations relatives aux entreprises et titres cotés et qui est considérée comme référence d'information aux marchés.

Les agences de notation qui jugent principalement de la qualité de crédit des émetteurs d'obligation et de billets de trésorerie sont aussi considérées comme source principale de diffusion d'informations permettant à l'investisseur d'apprécier le risque de défaut de l'émetteur.

2.3. Le mode de cotation

Il existe sur les marchés boursiers deux principaux modes de cotation, à savoir le fixing et le continu. Chaque mode a des conséquences propres par rapport à l'efficacité du marché.

Les effets de chaque mode de cotation sur l'efficacité apparaissent clairs par rapport aux définitions ci-dessus. Lorsque la cotation est continue, le prix reflète instantanément la valeur de l'entreprise du fait que quel que soit le moment de divulgation de l'information, cette dernière

⁸⁷ The wall street journal à New York, the financial times à Londres et les Echos ou la tribune en France.

peut être intégrée dans le prix à travers les ordres que peuvent passer les investisseurs et qui auront un impact direct sur le prix qui se modifie. Au contrario, dans une cotation au fixing, les ordres sont accumulés jusqu'à la séance de bourse ; de nouvelles informations peuvent être diffusées entre deux séances et ne pourront être incluses dans le prix qu'au moment du fixing, le prix ne se modifie donc qu'à ce moment et personne ne pourra tirer profit de cet état de fait. L'efficience au sens de Jensen est donc respectée.

2.4. Les coûts de transactions

Les coûts de transactions, comme nous l'avons déjà évoqué dans la théorie d'efficience, ont un impact direct sur l'efficience du marché. En effet, des coûts excessifs constituent un frein pour l'efficience du fait que les investisseurs ne peuvent réagir aux nouvelles informations par de nouveaux ordres et transactions vu que les coûts sont importants.

De faibles coûts de transactions, permettent par contre d'augmenter la fluidité et les transactions sur le marché. Les opérateurs ont la possibilité d'introduire des ordres à tout moment et de réaliser des arbitrages sans payer des frais considérables, ce qui va les inciter à réagir rapidement à la diffusion des informations ; ce qui mène à conclure que les marchés sont parfaits et que les coûts de transactions réduisent l'efficience. Toutefois, dans la réalité, les marchés ne sont pas parfaits et de faibles coûts ne feront que favoriser l'efficience.

A l'heure actuelle, la dématérialisation des titres, la cotation électronique, l'accès des investisseurs à plusieurs marchés et la forte concurrence entre les différents places participent de manière directe à la réduction des coûts ce qui aide à accroître le degré d'efficience des marchés.

Section 4 : Information et asymétrie

Le rôle principal du marché financier étant de permettre la confrontation entre l'offre et la demande des capitaux, les entreprises en quête de financement ont de plus en plus recours à ce marché pour financer leurs investissements.

De l'autre côté les épargnants ont une panoplie de choix de produits de placements et deviennent de plus en plus exigeants en cherchant les meilleurs placements qui assurent le meilleur couple risque /rendement. Ils cherchent à avoir les meilleures conditions suivant leurs stratégies de placement qui tient compte des flux d'informations qu'ils reçoivent et de son analyse.

De ce fait, et afin de faciliter l'obtention des financements nécessaires à la survie et la croissance face à des investisseurs très exigeants, les entreprises ont intérêt à mettre en place des stratégies de fidélisations de leurs bailleurs de fonds. Elles doivent en conséquence, déterminer un mode de rémunération satisfaisant pour ces derniers et gagner leur confiance par la meilleure communication financière. L'adoption d'une stratégie de communication financière adaptée aux contraintes des marchés est donc perçue comme l'une des principales contraintes à laquelle elle doit faire face.

En effet l'information est un des éléments fondamentaux de fonctionnement de marchés financiers qui sont maintenant mondialisés. Elle permet aux investisseurs de mieux connaître les entreprises emprunteuses, leurs situations financières et le risque que leurs titres représentent. Elle constitue la base des décisions d'investissements et de constitution de portefeuilles.

Par ailleurs, la même information n'est pas partagée par tous (les dirigeants d'une société peuvent disposer de renseignements que n'ont pas les investisseurs) et même si c'était le cas, la même information ne serait pas perçue de la même manière. « Il n'est donc pas raisonnable de croire que l'information est à tout instant équitablement partagée »⁸⁸. Il existe donc une asymétrie d'information.

La littérature a largement étudié les conséquences néfastes de l'existence d'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs, qui se traduisent par un rationnement du crédit ou des taux d'intérêt très élevés. Les prêteurs peuvent toutefois réduire cette asymétrie d'information en produisant les données dont ils ont besoin sur leurs emprunteurs.

⁸⁸ www.vernimmen.com, le 20/04/2013.

1. Utilité de l'information au niveau des marchés financier et obligataire

« L'information est une donnée essentielle de la théorie de l'efficience des marchés. En effet, toute information est intégrée à la valeur du titre financier et la modifie donc en conséquence. Un marché est d'autant plus efficient que l'accès à l'information est libre pour tous et peu onéreux ». ⁸⁹

En effet, l'information est considérée comme l'un des inputs fondamentaux de l'activité des marchés financiers et est un des principaux soucis des autorités de marché dans le cadre de la protection des investisseurs. Ces dernières imposent aux émetteurs des obligations strictes en matière d'informations relatives notamment à leurs situations financières et à tout fait important touchant l'activité et la vie de l'entreprise.

Par ailleurs, dans leur prise de décisions de placement, les investisseurs cherchent à recueillir toute l'information requise afin de pouvoir faire la sélection entre les différents titres existant sur les marchés financiers suivant leurs objectifs de placement d'un côté et des opportunités présentes d'un autre côté. Les titres sont en effet, choisis en fonction de leurs propres mérites.

Au niveau du marché obligataire, les investisseurs ont besoin de connaître la situation financière de l'entreprise, sa capacité d'endettement, sa pérennité mais ils sont, particulièrement, en quête des informations liées à l'évaluation du risque de défaut des émetteurs d'emprunts obligataires et au taux d'intérêts pratiqués sur les différents marchés du moment que l'évolution des cours des obligations dépend principalement des taux du marché.

Les investisseurs peuvent donc dans ce cadre recourir à plusieurs sources et catégories d'informations. Nous citons notamment :

1.1. L'information périodique

L'information périodique est diffusée par les émetteurs conformément aux exigences réglementaires des autorités de marché. Elle porte sur la situation financière de l'émetteur de valeurs mobilières et sur celle des entreprises qu'il contrôle. Elle dresse également un état des prévisions à travers les rapports financiers annuel et semestriel et les déclarations intermédiaires de la direction.

Cette catégorie d'informations sert à dresser une analyse sur l'évolution de la situation financière de l'entreprise et favorise la comparaison d'une année à l'autre.

⁸⁹ P.VERNIMMEN, op.cit, p 199.

1.2. L'information continue

En général, les lois des marchés financiers imposent aux émetteurs une information continue dès qu'un événement modifie la structure de capital de l'entreprise, la composition de l'équipe dirigeante, la méthode de management...etc. ; ce qui permet à l'investisseur d'être au courant à tout moment des activités de l'entreprise, sa qualité de gestion, les perspectives de sa croissance ou les risques de sa régression.

L'information continue concerne aussi, l'information boursière qui est évidemment constituée, en grande partie, de chiffres : ce sont les cotes des différentes actions et obligations, ainsi que leur taux de progression. Ce type d'information boursière permet d'obtenir, pour un instant, une sorte de photographie du marché et de ses tendances : au moment d'acheter des valeurs mobilières, une bonne connaissance de l'évolution récente des cours permet de s'orienter vers les titres les plus avantageux.

1.3. L'information des analystes financiers

Les analystes financiers sont considérés comme des experts qui trient l'information, la valident et la rendent cohérente entre autre avec l'information comptable. Ils sont lus par la communauté financière. Leur production est susceptible d'affecter les comportements des investisseurs et en conséquence les cours boursiers. Les recommandations sont l'un de leurs principaux produits de l'activité de recherche.

Womack (1996), Stickel (1995) et Barber, ont étudié l'impact de suivie, par les investisseurs, des recommandations des analystes d'acheter ou de vendre certains titres. Womack a en effet montré que les changements des recommandations des analystes concernant un actif donné, sont suivis d'une réaction importante des rendements sur les marchés financiers pour ce même actif. De plus, Womack a identifié une persévérance de la réaction positive du cours de bourse un mois après la modification favorable d'une recommandation, et une régularité de la réaction négative du cours de bourse six mois après une modification défavorable de la recommandation.

1.4. L'information des 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»⁹⁰

⁹⁰ DE POLIGNAC (J.F) : « La notation financière », p19, Revue Banque édition. Paris, 2002.

Les agences de notation jugent et note financièrement la solvabilité des émetteurs de titres de dettes. Elles publient constamment les notes attribuées à cet effet. Ces notes ne constituent pas des recommandations d'achat ou de vente mais ont un impact conséquent sur les décisions des investisseurs et de fait les cours des obligations sur le marché.

1.5. L'information des médias spécialisés

Le rôle des médias spécialisés est fondamental dans la publication la plus objective possible et d'une manière spécifique des informations relatives aux entreprises, des nouvelles économiques et financières générales et en particulier celles concernant les cotations et l'évolution des marchés financiers.

Par ailleurs, les informations financières font l'objet de bases de données consultables gratuitement ou sous forme payante sur le Web (Bloomberg, Reuters....etc).

Nous concluons que « l'information est à la fois objective puisqu'elle est constituée souvent d'indicateurs officiels élaborés par des instituts publics et aussi subjective dans la mesure où son importance dépend de l'agent utilisateur, de la crédibilité qu'il lui accorde, et de la période». ⁹¹

2. L'asymétrie de l'information

« Selon qui la détient et l'usage qu'il en fait, l'information peut être un phare, un bâton, un rameau d'olivier ou une dissuasion. Son pouvoir est tel que la seule supposition d'une information, même dépourvue de toute réalité concrète, fait réfléchir. Dans toute transaction, il est courant qu'une partie soit mieux informée qu'une autre. Dans le jargon économique, on parle alors d'asymétrie de l'information. Il est globalement admis dans le système capitaliste qu'une personne (en général un consommateur) en sache davantage qu'une autre (en général un consommateur)» ⁹².

L'asymétrie de l'information correspond à l'idée que la même information n'est pas partagée par tous (ainsi, les dirigeants d'une société peuvent disposer de renseignements que n'ont pas les investisseurs) et que même si c'était le cas, la même information ne serait pas perçue de la même manière. Il n'est donc pas raisonnable de croire que l'information est à tout instant équitablement partagée.

L'asymétrie d'information permet d'analyser des comportements et des situations courantes de l'économie de marché. Le plus clair du temps, on constate que sur un marché, un des deux acteurs dispose d'une meilleure information, il en sait plus que l'autre sur les conditions de l'échange (qualité du produit, travail fourni...). Cela contredit donc l'hypothèse de transparence de l'information du modèle standard de la concurrence pure et parfaite. Des individus rationnels qui

⁹¹ SPISER Philippe, op.cit, p15.

⁹² D. LEVITT Steven et J. DUBNER Stephen : «FREAKONOMICS », *Folio actuel*, n° 132, éditions DENOEL, 2007.

maximisent leur utilité, sont donc prêts à avoir des comportements opportunistes qui risquent de compromettre le fonctionnement efficace du marché.

Divers auteurs ont montré que cette asymétrie d'information est à la source du phénomène de sélection adverse et de l'aléa moral.

2.1. La sélection adverse

Dans un article célèbre (« The market for lemons : Quality uncertainty and the market mechanisms »1970), G. Akerlof⁹³ démontre que le prix n'est pas nécessairement synonyme de qualité, bonne ou mauvaise selon son évolution. Et pour cela, il prend l'exemple d'un marché de cent voitures d'occasion où cinquante sont des modèles de mauvaise qualité (« lemons ») et cinquante sont des modèles de bonne qualité. Seul le propriétaire dispose de cette information. Pour les acheteurs potentiels, l'asymétrie d'information est totale. Quel sera donc le prix du marché ?

Dans cet article, George Akerlof remarque que le vendeur est toujours en position privilégiée car il connaît les vices cachés de la voiture dont il souhaite se débarrasser. Or, ces défauts cachés ne sont pas observables par l'acheteur potentiel. Le vendeur a alors tout intérêt à exploiter son avantage pour vendre la voiture à un prix supérieur à sa valeur réelle. Par la suite, la défaillance du marché ne fait que s'aggraver : l'acheteur sait qu'il existe des vendeurs malhonnêtes et des produits de mauvaise qualité sur le marché, mais il ne peut les identifier directement par l'observation. Lorsque l'agent ne peut pas faire le tri entre les « bons » et les « mauvais » produits, il sait qu'il court un risque important en achetant la voiture d'occasion. Pour supporter ce risque, l'acheteur exigera donc une réduction significative du prix de vente (décote). Dans ces conditions, le prix du marché baisse. Si le prix du marché baisse suffisamment, les vendeurs de « bonnes » voitures d'occasion estimeront que ce prix ne couvre pas la valeur intrinsèque du bien qu'ils essayent de vendre : ils n'ont alors aucune raison de vendre la voiture moins que ce qu'elle vaut et se retirent par conséquent du marché. C'est la « sélection adverse » : les « mauvais » vendeurs chassent les « bons », il ne reste donc sur le marché que des « mauvaises voitures » (celles dont la valeur intrinsèque est inférieure au prix du marché). Les acheteurs, de leur côté, étant privés d'informations techniques, ont tendance à prendre le prix lui-même comme base d'information : « si tel vendeur baisse ses prix, c'est que sa voiture est de mauvaise qualité, donc je ne l'achète pas ». Les acheteurs se détournent donc également du marché. George AKERLOF met ainsi en évidence une contraction inéluctable du marché en présence d'asymétries d'information.

⁹³ Économiste américain, lauréat en 2001 du prix Nobel d'économie avec Michel SPENCE et Joseph STIGLITZ pour leurs travaux sur les marchés à information asymétrique.

L'antisélection est donc due à un problème d'asymétrie d'information qui se déclare au moment de la signature du contrat (ex-ante). Lorsque les acheteurs observent imparfaitement la qualité de biens qu'ils désirent acquérir, les vendeurs ont intérêt à surestimer la qualité de leurs produits afin de les vendre au prix le plus élevé possible. Le prix ne peut plus jouer son rôle d'information. Dans ces conditions le marché concurrentiel ne peut plus fonctionner efficacement. L'agent victime d'un manque d'information risque de sélectionner un produit qui ne correspond pas au prix affiché, ou demande un prix si bas que les bons produits sont retirés du marché.

Dans le cadre du marché obligataire, le prêteur ne connaît qu'imparfaitement les risques afférents aux obligations qu'il achète. En revanche, les emprunteurs (émetteurs d'obligations) connaissent parfaitement la probabilité de réussite de leur projet. Il y a donc une asymétrie d'information qui va provoquer une antisélection. Lorsqu'il y a asymétrie de l'information, une petite augmentation des taux d'intérêt peut se traduire par une importante diminution des emprunts. Et quand les taux montent, les emprunteurs bien notés sont plus susceptibles d'interrompre leurs opérations de financement sur le marché, de sorte que le problème d'antisélection s'accroît. Résultat, la qualité moyenne des emprunteurs fléchit, ce qui pousse les taux d'intérêt davantage à la hausse.

Ainsi, « il y a antisélection et, partant, entrave au bon fonctionnement d'un marché, lorsqu'une partie à une transaction est mieux renseignée que son vis-à-vis. Quand ce phénomène se manifeste sur les marchés financiers, il peut paralyser ces derniers et déclencher une accumulation préventive de liquidités si les acheteurs sont convaincus que la plupart des titres offerts sont de piètre qualité »⁹⁴. Si les acheteurs ne peuvent évaluer la qualité d'un titre, la valeur marchande de ce titre reflétera sa qualité escomptée, fondée sur la qualité de tous les actifs disponibles sur le marché où il est échangé. L'antisélection peut résulter de cette asymétrie d'information entre vendeurs et acheteurs : à mesure que les prix tombent, les vendeurs d'actifs de haute qualité se retirent du marché, de sorte qu'il ne s'y trouve plus que les titres de mauvaise qualité.

Cependant, l'incertitude quant à la valeur des actifs, une ruée vers les titres liquides et une sous-évaluation du risque systémique sont susceptibles d'amplifier les effets de l'antisélection sur un marché donné et de les transmettre à l'ensemble du système financier. L'antisélection a grandement contribué à la crise financière de 2007-2009.

2.2. L'aléa moral

Appelé aussi le risque de moralité (asymétrie ex-post), il est identifié par l'incomplétude de l'information qui provient du comportement non observable susceptible d'être entrepris suite à la signature du contrat.

⁹⁴ KIRABAEVA Koralai : «Antisélection et crises financières», revue de la banque du Canada, hiver 2010-2011.

Une définition exacte est reprise d'un glossaire du gouvernement français : « Phénomène qui se produit lorsque la fourniture d'une garantie contre un risque encourage un comportement plus risqué. Plus généralement, ce problème se rencontre dans les situations où il existe un défaut d'information entre deux agents économiques lors de la passation d'un contrat. L'aléa ou le risque moral (moral hazard) intervient alors quand un agent peut ne pas respecter ses engagements et que le co-contractant est dans l'impossibilité de déterminer la responsabilité ou non de son partenaire»⁹⁵.

En effet, dans le cas des phénomènes d'« antisélection » il a été question des situations où l'asymétrie d'information intervient ex-ante, au moment de la conclusion du contrat, elle concerne la nature et la qualité des biens offerts sur le marché mais il est difficile d'anticiper le comportement de l'acheteur après avoir acheté (ex-post). On parlera alors de «comportement caché», «d'aléa moral» ou de «hasard moral». Cette absence de connaissance parfaite du comportement après achat conduit à une situation où le marché ne peut être traité de façon globale. Chaque cas devient un cas particulier.

Les détenteurs de titres sont confrontés à un cas d'aléa moral qui apparaît en cas d'impossibilité d'observer le comportement de l'autre partie. Les investisseurs qui interviennent sur le marché obligataire ne connaissent pas en effet la situation financière réelle de l'entreprise émettrice. L'asymétrie d'information relative au risque que l'emprunteur s'engage dans des actions considérées comme indésirables par le prêteur (elles diminuent la probabilité de remboursement du prêt par exemple) empêche de s'assurer que l'emprunteur fait les efforts de remboursement souhaités.

Lorsqu'il y a aléa moral, le problème est d'inciter l'agent qui dispose d'une information privée à prendre une décision optimale pour l'individu non informé. Le problème est donc différent de celui rencontré dans le cas d'antisélection, où l'individu non informé doit sélectionner un bon partenaire ou un bon produit. Le moyen de résoudre le problème du risque moral est donc de trouver une procédure incitative, tandis que le moyen de résoudre le problème de l'antisélection est de trouver une procédure permettant d'obtenir une information sur une qualité intrinsèque d'un produit ou d'un individu.

Dans ce cadre, le marché obligataire est optimisé par l'action des agences de notation. Elles envoient des signaux sous forme de notes à long et à court terme. Ces données supplémentaires, sur le risque de défaut de remboursement du capital et des intérêts liés aux obligations, conduisent à une réduction de l'asymétrie d'information pour les investisseurs et à une amélioration de l'efficacité du marché obligataire. Les investisseurs disposeraient d'informations fiables pour évaluer le risque de chaque entreprise et ils seraient alors en mesure de composer leur portefeuille obligataire en fonction de leur degré d'aversion au risque et des rendements globaux attendus. La notation permettrait ainsi un élargissement de l'accès des emprunteurs aux marchés obligataires.

⁹⁵ <http://www.ladocfrancaise.gouv.fr/revues/pe/glossaire/glossab.shtml>, le 23/04/2013.

En somme, l'asymétrie d'information est l'ennemi numéro un du bon fonctionnement des marchés financiers. Toutes les réglementations relatives aux marchés des valeurs mobilières et, plus généralement, aux marchés commerciaux, s'efforcent en premier lieu d'assurer les opérateurs, acheteurs ou vendeurs, qu'ils auront accès à la même information sans conditions de taille ou de richesse.

L'économie libérale est une économie de marché. Un des principes de base de cette économie est que les intervenants sont tous dans une situation égale. Même si c'est utopique, même si la réalité des marchés et leur dynamique dit souvent le contraire, toutes les réglementations ont pour objectif de faire en sorte qu'aucune situation d'asymétrie ne vienne dégrader la qualité de fonctionnement des marchés qu'ils soient physiques (marchandises, biens et services) ou financiers.

2.3. La théorie de l'agence

La dénomination de la théorie, qu'on peut attribuer à S.A. Ross⁹⁶ est liée à la définition que celui-ci donne à la relation d'agence : « On dira qu'une relation d'agence s'est créée entre deux (ou plusieurs parties) lorsqu'une de ces deux parties, désignée comme l'agent, agit soit de la part, soit comme représentant de l'autre, désignée comme le principal, dans un domaine décisionnel particulier ».

La définition retenue par M.C. Jensen et W.H. Meckling (1976) apparaît très proche : « Nous définissons une relation d'agence comme un contrat dans lequel une (ou plusieurs personnes) a recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent »⁹⁷. La relation d'agence, dans cette représentation, ne concerne que deux personnes, l'une d'elle, le principal (ou le mandant), délègue un droit décisionnel à l'autre, l'agent (ou le mandataire). Cette définition est à la base, par exemple, de l'analyse de la relation entre les actionnaires (supposés agir comme un principal unique) et le dirigeant (l'agent), de celle existant entre l'employeur et l'employé ou encore, de celle qui lie le producteur au distributeur.

La relation d'agence existe, en effet, dans trois principales conditions : l'asymétrie informationnelle, l'incertitude sur l'attribution des résultats⁹⁸ et la disparité des rôles⁹⁹.

⁹⁶ **Stephen Alan Ross** est le premier Franco Modigliani professeur d'économie financière à la MIT Sloan School of Management. Il est connu comme initiateur de plusieurs théories importantes et modèles de l'économie financière. Il est aussi l'auteur de nombreux articles dans la finance et de l'économie, et est co-auteur de l'un des best-sellers, Corporate Finance textes.

⁹⁷ CHARREAUX Gérard : « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures », IAE DIJON - CREGO / LATEC, Septembre 1998.

⁹⁸ Lorsque sont atteints totalement, partiellement ou pas du tout, les objectifs fixés par les actionnaires à des dirigeants qui les mettent en œuvre, on ne sait pas si la réussite ou l'échec viennent de la définition des objectifs ou du choix des moyens mis en œuvre.

Selon la théorie néoclassique, chaque individu rationnel recherche son intérêt personnel qui peut le conduire à ne pas respecter ses engagements contractuels. En réalité, les individus préfèrent tricher plutôt que de réaliser un engagement qui est défavorable à leur intérêt. Ils peuvent aussi profiter de l'indépendance qui leur est accordée pour gérer le mandat qui leur ait donné dans des conditions défavorables à ce dernier. Par ailleurs, en qualité d'«agent», ils possèdent plus d'informations que le principal. L'opportunisme peut donc être interprété comme une manipulation privée de l'information dans le but de privilégier ses propres intérêts. Il existe donc une asymétrie d'information entre le principal et l'agent. L'un d'entre eux en connaît plus que l'autre. Cette asymétrie est à la source des comportements opportunistes. Dès lors que l'information n'est pas parfaite, l'efficacité allocative est remise en cause et le coût des transactions devient donc coûteux.

S'agissant de relation entre la théorie d'agence et le marché financier, ce dernier permet l'échange de titres de propriété ou de dette ; Il permet d'objectiver la perte de valeur d'une action si l'entreprise n'est pas gérée dans le sens de l'intérêt du propriétaire. Le dirigeant a plus d'informations sur l'entreprise et sur son propre travail que n'en ont les actionnaires. Il peut donc profiter de la situation pour limiter ses efforts et même pour détourner une partie de la richesse de l'entreprise. La théorie de l'agence croit au pouvoir de sanction des marchés financiers. Dans cette optique, les agissements du mauvais dirigeant auront toujours un impact sur la performance réelle de l'entreprise, ce qui se traduira par une baisse du cours de l'action... arriveront alors des investisseurs bien intentionnés qui rachèteront l'entreprise, expliqueront que « Greed is good » et liquideront le PDG.

Au passage on remarque que dans la théorie de l'agence, les spéculateurs font un travail d'intérêt général puisqu'ils contribuent collectivement à la correcte évaluation des entreprises et de leurs dirigeants : ils dissipent l'asymétrie d'information.

⁹⁹ Le « mandant » oblige le « mandataire » à mener son action dans le sens qu'il lui a fixé, tandis que le « mandataire » jouit d'une marge de manœuvre par rapport au « mandant ». Ainsi les administrateurs, représentants les actionnaires, fixent des objectifs aux dirigeants qui disposent d'une certaine marge de manœuvre pour les atteindre.

CHAPITRE IV : LE MARCHE OBLIGATAIRE EN ALGERIE

Le paysage économique de l'Algérie connaît aujourd'hui des mutations parmi les plus profondes qu'il ait eu à affronter depuis son indépendance. En effet des réformes ont été entreprises par les pouvoirs publics, dans les différents secteurs d'activité et ce pour assurer la compétitivité et la diversification de l'économie et de ses entreprises dans un contexte caractérisé par une globalisation croissante. Dans cet environnement dynamique et concurrentiel caractérisé par diverses incertitudes et turbulences économiques, les responsables d'entreprises sont contraints d'adopter des choix stratégiques en matière de développement de leurs entreprises, d'une part, et de recourir à des moyens de financement qui sont en adéquation avec la stratégie adoptée, d'autre part.

C'est dans ce contexte qu'a été créé le marché financier algérien, avec notamment le compartiment obligataire qui a permis depuis sa création à diverses entreprises publiques et privées de lever les capitaux nécessaires au financement de leurs investissements.

En effet, le département obligataire du marché des capitaux d'Alger a permis de rendre disponible, au profit des entreprises ayant émis des titres de créances (obligations), des financements évalués à des montants de plus en plus importants. Cependant le marché est caractérisé par la dominance des obligations du secteur public, qui se négocient sur le marché principal ou sur le marché de gré à gré.

Les emprunts obligataires en Algérie ont connu une expansion considérable tant en nombre qu'en qualité durant les années 2003-2008. En effet, en l'espace de quatre ans, dix entreprises ont eu recours au marché obligataire pour le financement de leurs projets. Par ailleurs, le premier emprunt émis en Algérie fut celui de la SONATRACH en 1998. Cette année fut celle de la création du marché de négociation des titres (le marché secondaire). Ensuite, à partir de 2003, sont venues les émissions de : SRH, AIR ALGERIE, SONELGAZ, ENTP, ALGERIE TELECOM, ENAFOR, CEVITAL, ALC et DAHLI.

Même si ce marché a rechuté en termes d'émissions et d'encours ces dernières années, il avait pris beaucoup d'ampleur au cours des années 2003-2008. Bien que certains facteurs limitent la portée de son évolution, il est devenu un moyen de financement qui s'affirme comme le canal par excellence pour une meilleure allocation des ressources.

Deux compartiments peuvent être distingués sur le marché obligataire algérien : le marché des valeurs du trésor et le marché des valeurs d'entreprises. Aussi, chacun de ces marchés est constitué d'un marché primaire, qui a connu d'importantes émissions, et d'un marché secondaire qui

permet la négociation des obligations selon la cotation au fixing ou de gré à gré selon que l'émission soit restreinte ou grand public.

Par ailleurs, plusieurs acteurs interviennent sur ce marché pour assurer son bon fonctionnement, notamment l'autorité de marché, la société de gestion de la bourse des valeurs, les intermédiaires et les teneurs de comptes ainsi que le dépositaire central Algérie Clearing.

Cependant le développement du marché obligataire algérien se heurte encore à certaines contraintes, qui font que les obligations émises sont peu liquides sur le marché secondaire. Le marché primaire a connu aussi ces trois dernières années une stagnation quasi-totale due principalement aux différents avantages des crédits octroyés par l'Etat pour les entreprises étatiques d'un côté, et les garanties exigées par la commission de la COSOB pour les émetteurs privés d'un autre côté.

Section 1 : Présentation générale du marché obligataire algérien

Le marché obligataire algérien (marché de la dette) est un compartiment du marché financier algérien où sont échangés et négociés les titres de créances à moyen et long terme (obligations) qui peuvent être émis soit par l'Etat, les collectivités publiques ou encore les entreprises et les institutions financières.

Il a été créé par le décret législatif 93-10 modifié et complété par la loi 03-04. Ce marché a connu plusieurs évolutions en matière d'émissions, de négociation, d'acteurs et même de compartiments.

En effet, l'idée de constitution du marché financier algérien est apparue en 1990 dans le cadre des réformes économiques engagées depuis 1988. La société des valeurs mobilières (SVM) a vu le jour en 1990, mais elle n'a pas exercé, du fait de l'absence de lois spécifiques et de l'inadaptation du code de commerce aux règles de l'économie de marché.

Le décret législatif n°93-10 du 23 Mai 1993 a institué la bourse des valeurs mobilières et la définie comme étant le cadre d'organisation et de déroulement des opérations sur valeurs mobilières émises par l'Etat, les autres personnes morales de droit public ainsi que les sociétés par actions.

La loi 95-22 du 26 Août 1995 relative à la privatisation des entreprises publiques, modifiée par l'ordonnance 97-12 du 19 Mars 1997 a introduit le recours aux mécanismes de la Bourse comme mode de privatisation.

La loi du 25 Septembre 1995 relative à la gestion des capitaux marchands de l'Etat a défini les règles spécifiques d'organisation, de gestion et de contrôle des fonds publics détenus par l'Etat sous forme de valeurs mobilières en représentation du capital.

La loi 03-04 du 17 février 2004 est venue compléter et notamment modifier le cadre du décret législatif 93-10 en renforçant les pouvoirs de la COSOB, introduisant la dématérialisation des titres et la création du dépositaire central des titres et en réservant l'agrément des intermédiaires en opérations de bourse aux banques, établissements financiers et sociétés créées principalement à cet effet.

1. Création et développement du marché obligataire en Algérie

Dans le sillage des réformes qui ont été entamées dès la fin des années 80 avec la décision de l'abandon de l'économie dirigée et le plongeon dans l'économie de marché, les autorités politiques ont engagé la mise en place des instruments de cette nouvelle orientation dont l'un des aspects le plus clairement annoncé est la privatisation (graduelle) des entreprises publiques. Ces réformes économiques qui prévoyaient une transition vers l'économie de marché portaient impérativement sur la mise en place d'une bourse des valeurs mobilières dotée de tous les rouages en mesure de mobiliser l'épargne et l'affecter directement au financement du développement.

C'est ainsi que sur le plan financier, plusieurs décrets ont été promulgués :

- le décret exécutif n°91-169 du 28/05/91 portant organisation des transactions des valeurs mobilières ;
- le décret exécutif n°91-170 du même jour déterminant les variétés et formes de valeurs mobilières ainsi que les conditions de leur émission par les sociétés de capitaux ;
- le décret exécutif n°91-171 du même jour relatif à la commission de la bourse.
- Le décret législatif de 93-10 modifié et complété par loi n° 03 -04 du 17 février 2003 relative à la bourse des valeurs mobilières, qui stipule dans son article 1 que : « la bourse des valeurs mobilières est le cadre d'organisation et de déroulement des opérations sur valeurs mobilières émises par l'Etat, les autres personnes morales de droit public ainsi que les sociétés par actions ».

Ce décret a joué un rôle important dans l'histoire du marché financier algérien, notamment le marché obligataire, car il fut le premier à :

- Instituer la Bourse des valeurs mobilières ;
- Définir la Bourse en tant que cadre d'organisation et de déroulement des opérations sur valeurs mobilières émises par l'Etat, les autres personnes morales de droit public ainsi que les sociétés par actions ;
- Définir les organismes composant la Bourse :

La création et le démarrage effectif du marché obligataire a suivi la création du marché financier en général qui a été lancé en 1996 avec la création de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, organe de réglementation et de contrôle, suivie par la société de gestion de la bourse des valeurs et les intermédiaires en opérations de bourse.

Néanmoins, l'ancrage juridique de ce marché a débuté dans le code de commerce par la définition des obligations comme valeur mobilière négociable. Cette définition est donnée dans l'article 715

bis 81 et stipule que : « les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droit de créance pour une même valeur nominale»¹⁰⁰.

La lancée du marché obligataire algérien est née avec le premier emprunt obligataire de SONATRACH en 1998, émis pour une durée de 5 années à un taux de 13 %. Cette émission pilote visait à attirer les investisseurs vers ce nouveau produit en leur offrant un rendement attractif. Cette émission a connu un grand engouement de la part des investisseurs algériens qui ont souscrit pour un montant total de 12,6 milliards de dinars 12 Milliards de Dinars en 15 jours alors qu'elle projetait de ramasser cinq (05) Milliards DA pour une période de souscription de 45 jours. Cette première émission a été couronnée par une réussite et un succès incontestables.

Afin d'assurer la négociation de ces obligations qui n'ont été suivi par aucune autre émission durant les quatre années qui ont suivi, un marché hors coté a été créé en constituant un comité qui fixait les cours (pour l'achat et la vente) de chaque semaine. L'obligation SONATRACH n'a été effectivement cotée au niveau du marché officiel qu'en 2002.

Cependant, il a fallu attendre jusqu'à 2003 pour que le marché obligataire retrouve un nouvel essor avec l'émission de la société de refinancement hypothécaire (SRH), et de la deuxième émission de SONATRACH; depuis, les émissions se sont succédé pour atteindre un nombre de dix émetteurs, en 2009, dont 04 émetteurs privés. On note que le marché obligataire algérien reste dominé par le secteur public.

En effet, un nombre appréciable d'opérations ont été menées sur le marché afin de financer les projets d'investissements de grandes sociétés publiques : Sonelgaz, Air Algérie, Algérie Télécom, Enafor, SRH, mais aussi privées : Cevital, Arab Leasing Corporation et l'Eepad qui ont été principalement à destination des institutionnels.

Ces émissions ont été adressées soit directement au grand public (toutes les catégories d'investisseurs) par appel public à l'épargne, soit à une catégorie restreinte d'investisseurs à savoir les institutions financières par voie d'adjudication. Même si les institutions financières algériennes, principaux réservoirs de fonds, disposent essentiellement de ressources à court terme, leurs liquidités ont permis à ces entreprises de lever des montants importants lors des séances d'adjudication institutionnelle.

Il faut rappeler dans ce cadre que le marché obligataire algérien a connu l'introduction des obligations assimilables du Trésor en février 2007 qui se négocient actuellement sur le compartiment principal sous forme de transactions de bloc.

¹⁰⁰ « Code de commerce Algérien » : République Algérienne Démocratique et Populaire, année 2007.

Nonobstant, même si le marché obligataire algérien reste un moyen de financement efficace et efficient pour les entreprises et les institutions algériennes, il connaît actuellement un état de morosité caractérisé par l'arrivée à échéance de plusieurs émissions et la non introduction de nouvelles émissions depuis quatre années.

2. Les conditions d'admission au marché

L'emprunt obligataire est une opération financière importante qui concerne un grand nombre d'intervenants sur le marché primaire des obligations. Il peut prendre différentes formes qui représentent les variantes d'un mode d'endettement surtout caractérisé par ses modalités et ses conditions.

La capacité d'une entreprise à émettre des obligations est essentiellement liée à sa forme juridique. Toutefois, le législateur a posé des conditions supplémentaires, liées soit à l'entreprise elle-même soit à l'émission envisagée. Ces conditions peuvent se résumer selon le décret législatif 93-10 modifié et complété par la loi 03-04 et le règlement général de la bourse n° 12-01 du 18 Safar 1433 correspondant au 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement n ° 97-03 dans les points suivants :

- a. La société doit avoir le statut d'une société par actions : En dehors des établissements du secteur public, seules les sociétés par actions (SPA) peuvent être autorisées à émettre des obligations ;
- b. La société doit avoir l'autorisation de l'assemblée générale : En vertu de l'article 715 bis 84 du Code de commerce, l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires a seule compétence pour décider ou autoriser l'émission d'obligations. En revanche, elle peut déléguer au conseil d'administration ou au directoire le pouvoir de procéder à l'opération, en une ou plusieurs fois, et d'en arrêter les modalités ;
- c. La société doit avoir un capital minimum de cinq cent millions de dinars (500 000 000 DA) : pour pouvoir émettre des obligations, le capital social de la société doit être supérieur ou égal au montant cité ;
- d. Le capital de la société doit être entièrement libéré : avant d'émettre des obligations, les actionnaires doivent apporter et déposer concrètement tous les fonds qu'ils ont promis à la société ;
- e. Les deux derniers bilans doivent être approuvés, certifiés par le commissaire aux comptes et publiés au BOAL ;
- f. L'entreprise doit avoir une activité régulière : en effet, pour garantir les paiements des intérêts et le remboursement du capital, l'activité de l'entreprise ne doit pas être saisonnière mais régulière sur toute l'année ;

- g. L'encours de l'obligation (le montant à émettre) doit être supérieur à cinq cent millions de dinars (500 000 000 DA) ;

Par ailleurs, l'admission des obligations aux négociations en bourse doit faire l'objet d'une demande d'admission auprès de la COSOB et du dépôt d'un projet de notice d'information soumis au visa de la commission, accompagné d'un dossier constitué principalement de :

- Un document de présentation générale de la société ;
- Les états financiers des trois derniers exercices ;
- Les documents fiscaux et parafiscaux ;
- Un document présentant les caractéristiques de l'émission, son but et le projet d'investissement à financer.

Une fois le dossier présenté à la COSOB¹⁰¹, ce dernier est traité par les services techniques afin de vérifier l'existence de tous les documents juridiques exigés par la réglementation en vigueur ainsi que la cohérence de l'information présentée. Le dossier est ensuite présenté à la Commission¹⁰² qui tranchera, après examen du dossier, sur l'octroi ou non du visa d'émission.

¹⁰¹ Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse : Autorité du marché financier algérien.

¹⁰² Organe chargé de prendre les décisions d'admission et d'agrément, constituée des représentants des ministères des finances, de la justice, de l'enseignement supérieur ainsi qu'un représentant de la Banque d'Algérie, un représentant de l'ordre des experts comptables et un représentant des émetteurs. La commission est présidée par le Président de la COSOB.

Section 2 : Les compartiments du marché obligataire algérien

Le marché obligataire algérien est, comme tout marché, scindé en deux principaux sous marchés, à savoir le marché primaire, où les entreprises et l'Etat lèvent les capitaux nécessaires au développement de leurs investissements, et le marché secondaire, la bourse d'Alger, où se négocient les titres émis sur le marché primaire.

Depuis sa création, deux types d'obligations ont été émis, à savoir :

- les obligations corporatives (corporates) à taux fixe et progressif ;
- les obligations assimilables du Trésor (OAT à taux fixe).

Cependant, le marché obligataire algérien se présente comme un marché jeune et peu expérimenté, il n'est ni parfait ni efficient et cela peut être constaté sur plusieurs points (réaction du marché, disponibilité de l'information, nombre d'émetteurs,...etc.).

1. Le marché entreprises

Le marché obligataire « entreprises » occupe une place prépondérante dans les cadres financier et économique. Il représente une attraction pour les investisseurs comme pour les entreprises emprunteuses.

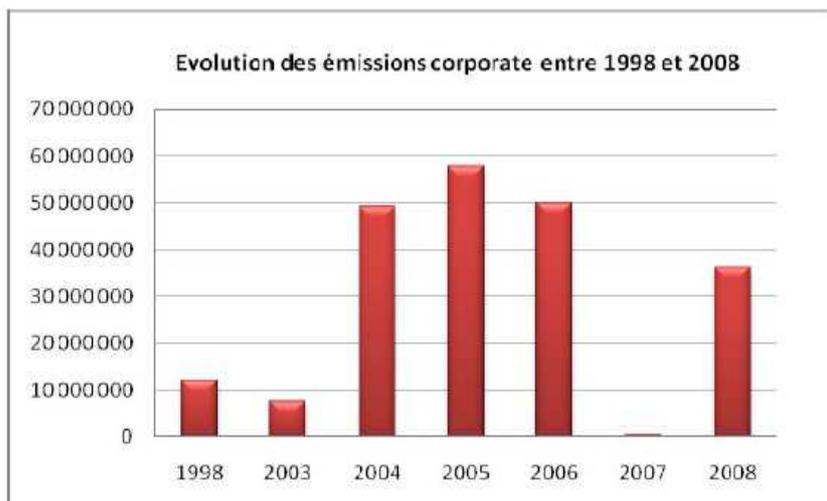
En effet, les investisseurs bénéficient d'un rendement défiscalisé et les emprunteurs d'une source de financement alternative, parallèlement aux financements bancaires traditionnels, qui leur permet de lever des montants importants à de moindres coûts. Ce marché a enregistré pendant les années précédentes un nombre important d'émissions à l'initiation d'entreprises de grandes envergures. Ainsi, le marché a vu s'introduire pas moins de 10 entreprises, en l'espace cinq années, dont trois (03) sont privées: SRH, ENTP, ENAFOR, SONATRACH, CEVITAL, ALC, AIR ALGERIE, ALGERIE TELECOM, SONELGAZ, EEPAD et DAHLI.

1.1. Le marché primaire

Etant le marché du neuf où les titres nouveaux sont émis pour la première fois, ce marché a permis l'émergence d'un nombre considérable d'émetteurs. Ce marché, comme cité supra, a été lancé en 1998 par la première émission de SONATRACH qui a été suivie, quelques années après, par plusieurs émissions publiques et privées.

L'évolution de l'encours au niveau de ce marché peut être présentée dans le tableau suivant et schématisée dans le graphe qui le suit:

Année	U : Millions de DA						
	1998	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Montant des emprunts	12 058,1	7 480	49 290	57 720	49 900	500	36 000



Source : SGBVM

Par ailleurs, il est important de mentionner que l'émission des obligations sur ce marché a été faite suivant deux principales procédures:

- L'émission grand public par appel public à l'épargne;
- ou bien l'émission restreinte destinée à un groupe restreint d'investisseurs à savoir les investisseurs institutionnels.

Les modalités d'émission diffèrent suivant la procédure choisie.

- L'appel public à l'épargne : L'appel public à l'épargne est une opération par laquelle une entreprise lève des fonds auprès du grand public. (Institutions financières, personnes morales, particuliers).

La société qui souhaite lever des fonds par appel public à l'épargne en recourant à une émission obligataire, doit remplir les conditions fixées par les dispositions des articles 715 bis 81 et 715 bis 82 du code de commerce:

- Avoir le statut de société par actions (SPA) ;
- Avoir deux années d'existence ;
- Avoir établi deux bilans régulièrement approuvés par l'assemblée générale des actionnaires ;
- Le capital social devra être intégralement libéré.

L'appel public à l'épargne est aussi régi par une réglementation stricte édictée par la COSOB. Les émetteurs sont astreints à la présentation d'un dossier spécifique contenant, entre autres, une notice d'information accompagnée d'un prospectus, donnant toute l'information nécessaire sur l'opération à effectuer en vue de l'obtention du visa de l'autorité du marché.

Une fois la notice d'information visée par la COSOB, intervient la phase de lancement de l'emprunt obligataire ; une convention est alors signée entre la société émettrice, la banque chef de file¹⁰³ et le syndicat d'émission¹⁰⁴.

Les obligations sont ensuite vendues sur le marché primaire, à travers les banques constituant le syndicat d'émission, à la valeur nominale ou au prix d'émission au cas où l'entreprise décide de donner une prime d'émission.

Les entreprises qui ont eu recours à ce marché sont : SONATRACH, SONELGAZ, Air Algérie, Algérie Télécom et DAHLI.

➡ L'émission restreinte : ce genre d'émission est destiné uniquement aux institutions financières, notamment les banques les établissements financiers et les compagnies d'assurance. Les obligations sur ce marché, sont émis selon la technique d'adjudication à la hollandaise.

En pratique, Dès que l'émetteur est en possession du visa de la COSOB, sa banque chef de file adresse aux investisseurs institutionnels la notice d'information ainsi que les informations relatives à la séance d'adjudication.

Dans une vente par adjudication, ce sont les acheteurs qui proposent, sous couvert d'anonymat (dans un pli fermé) le prix et le nombre de titres qu'ils désirent acquérir. Donc plusieurs prix peuvent coexister, et chaque acheteur sera servi au prix qu'il a demandé. L'émetteur commence par servir les adjudicataires ayant proposé les prix les plus élevés, jusqu'à concurrence du montant global prévu à l'émission. Un taux de rendement moyen et un prix moyen seront déterminés à la fin de l'adjudication. L'objectif de cette technique étant de vendre au meilleur prix les nouveaux titres émis.

¹⁰³ La banque chef de fil a pour rôle de :

- Coordonner les activités de placement et constituer un syndicat d'émission ;
- Gérer le processus d'allocation de titres et les éventuels dépassements pour le syndicat d'émission ;
- Consolider et transmettre à l'émetteur un reporting quotidien sur toute information relative à l'opération.

¹⁰⁴ Les membres du syndicat d'émission ont l'obligation d'assurer :

- Le placement des titres auprès du public;
- La mise à disposition des guichets de leur réseau durant les périodes requises par cette opération;
- Les meilleures conditions en vue de faciliter la vente de ces titres auprès du public durant la période de Souscription.

Les entreprises qui ont levé des fonds sur le marché primaire par voie d'adjudication sont: l'ENAFOR¹⁰⁵, l'ENTP¹⁰⁶, Air Algérie, Algérie Télécom, Arab Leasing Corporation, CEVITAL et l'EEPAD¹⁰⁷.

1.2. Le marché secondaire

Les obligations émises sur le marché primaire sont négociable sur le marché secondaire afin d'assurer la liquidité à leurs détenteurs. En fonction du mode d'émission au niveau du marché primaire, l'obligation est négocié sur le marché secondaire soit au niveau du compartiment organisé « la bourse », soit de gré à gré.

Suivant la réglementation algérienne, les émissions par appel public à l'épargne sont cotées au niveau de la bourse alors que les émissions restreintes sont négociées de gré à gré.

Au niveau de la bourse, les titres sont cotés selon le mode du fixing. Cette technique consiste à l'application d'un cours unique à l'ensemble des transactions conclues pour chaque obligation. Ce cours représente pratiquement le prix auquel est négociée une valeur sur une base unitaire et permet de maximiser le volume des opérations, il est appelé « prix d'équilibre» et est appliqué pendant toute la séance de cotation.

Au niveau du marché de gré à gré, qui est un marché non réglementé et non localisé, sont négociées les obligations institutionnelles. Les transactions effectuées sur ce marché sont conclues directement entre le vendeur et l'acheteur à un prix convenu entre eux, contrairement à un marché organisé ou la transaction se fait à travers une confrontation de toute l'offre et toute la demande pour une séance donnée et au prix d'équilibre.

2. Le marché des valeurs d'Etat

Afin de dynamiser la Bourse d'Alger et propulser ses activités, plusieurs actions ont été entreprises par le Ministère des Finances visant à diversifier l'offre des titres financiers et à améliorer les conditions de fructification de l'épargne sur le marché boursier. A cet effet, il a été procédé à l'admission des Obligations Assimilables du Trésor (OAT) à la négociation au niveau de la Bourse d'Alger à compter du 11 février 2008. Cette mesure a véhiculé plusieurs signaux forts notamment la détermination des autorités à renforcer le rôle du marché financier et de son compartiment boursier dans le financement sain (non inflationniste) de l'économie et la pérennisation des entreprises de marché (Société de Gestion de la Bourse des Valeurs et le Dépositaire Central des Titres) en leur assurant les niveaux d'activités nécessaires à leur maintien et développement.

¹⁰⁵ Entreprise Nationale de Forage.

¹⁰⁶ Entreprise Nationale des Travaux aux Puits.

¹⁰⁷ Établissement d'Enseignement à Distance Telecom Internet Service Provider.

L'introduction en bourse des OAT a permis aussi aux investisseurs et aux particuliers l'accès à ces mêmes valeurs, qui constituent un instrument financier répondant à leurs besoins dans la mesure où ces titres sont liquides et sécurisés. Le nombre d'OAT introduites en bourse est de 14 lignes.

Les OAT représentent des titres du Trésor émis pour une longue durée afin de pallier aux besoins d'équipement. Il existe des OAT de 7, 10 ans et plus. Ils servent des intérêts annuels à taux fixe.

2.1. Le marché primaire

Ce marché a été créé en Mai 1995 à l'initiative de la Direction Générale du Trésor, et s'est développé graduellement au fil des années jusqu'à devenir la base des financements de l'Etat en terme de coûts et de rentabilité.

De ce fait, la surliquidité dont disposaient les banques et les institutions financières avait trouvé des emplois sans risque dans plusieurs catégories des bons du Trésor dont les OAT.

Malgré les taux proposés par les titres de l'Etat et qui sont très en-dessous de ceux des actifs corporatifs, les banques tiennent toujours à assurer un certain pourcentage de leur portefeuille d'investissement en bons du Trésor afin de garantir leurs placements.

L'émission de ces titres s'opère par l'adjudication dite « à la Hollandaise » ou « à prix demandé » au niveau de la Banque d'Algérie qui assure, pour le compte du Trésor, l'organisation des séances d'émission des valeurs du Trésor. Cette technique consiste pour les acquéreurs potentiels à soumettre des offres exprimées en prix. Les ordres introduits par les Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT)¹⁰⁸ soumissionnaires sont classés par ordre croissant du taux de rendement jusqu'à atteindre le montant voulu en déterminant ainsi le taux ou le prix limite (marginal) pour les titres.

Il est à noter dans ce cadre, que seul les SVT agréés (par la Direction Générale du Trésor) peuvent se présenter aux séances d'adjudication pour acheter les valeurs d'Etat. Ils sont, à l'heure actuelles au nombre de treize à savoir : la BEA, la BADR, la BDL, la BNA, la CNEP Banque, le CPA, la CAAT, la SAA, la CAAR, la CIAR, la CNAC, la Citibank et la HSBC.

2.2. Le marché secondaire

Le marché secondaire des valeurs du Trésor a été créé en mars 1998, quelques années après la création du marché primaire à l'effet de consolider ce dernier.

La cotation des valeurs du Trésor dont la maturité des valeurs est inférieure ou égale à 5 ans (BTA et BTA) s'effectue par les SVT au niveau de la salle du marché secondaire instituée auprès de la

¹⁰⁸ Les SVT sont les courtiers spécialisés dans l'achat et la vente des valeurs d'Etat. La vente par l'Etat des bons du Trésor sur le marché primaire est réservée uniquement aux SVT agréés.

DGT. Cette salle constitue aussi un lieu d'affichage des cotes et d'échange d'information sur le marché des valeurs du Trésor.

Les OAT qui sont émises au même titre que les autres sur le marché primaire sont négociés par contre sur le parquet de la Bourse. La négociation peut se faire à n'importe quel jour, excepté les weekends, à un prix convenu entre les deux SVT parties de la transaction sous forme d'une transaction de bloc.

Nonobstant, depuis leur introduction à la bourse les OAT se négocient très rarement. Cette situation est due principalement à la surliquidité des institutions qui achètent ces bons et qui préfèrent les garder, comme placement sûr, jusqu'à leur échéance.

Section 3 : Les acteurs du marché obligataire algérien

Instituée par le décret législatif n °93-10 du 23 mai 1993 modifié et complété par la loi 03-04 du 17 février 2003 relatifs au marché des valeurs mobilières , la Bourse d'Alger, notamment son compartiment obligataire, est constituée d'une autorité de marché dénommée la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse , d'une Société de Gestion de la Bourse des Valeurs , d'un Dépositaire Central des Titres , d' Intermédiaires en Opérations de Bourse et de Teneurs de Comptes Conservateurs des Titres. Chacun de ces acteurs remplis des rôles bien précis qui garantissent le bon déroulement des opérations en concordance avec la réglementation en vigueur et les principes du marché.

Le marché obligataire et sa modernisation aujourd'hui en Algérie est un mécanisme incontournable d'un développement économique durable. Il est l'objet d'une régulation micro-économique qui a pour triple mission la protection de l'épargne, l'information des investisseurs et le bon fonctionnement du marché.

1. Les institutions du marché

1.1. La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB)

Elle représente la tutelle du marché. Elle a pour mission d'organiser et de surveiller le marché des valeurs mobilières en veillant notamment à la protection des investisseurs en valeurs mobilières et au bon fonctionnement et à la transparence du marché des valeurs mobilières.

Pour accomplir ses missions, la COSOB dispose des pouvoirs suivants¹⁰⁹ :

- Le pouvoir réglementaire : par lequel elle impose les règles de bon fonctionnement ;
- Le pouvoir de surveillance et de contrôle : elle est chargée de contrôler le respect par les intervenants du marché des dispositions législatives et réglementaires ;
- Le pouvoir disciplinaire et arbitral : cette institution est habilitée à appliquer les mesures nécessaires suite à la transgression des lois et règlements ou à leur mal interprétation.

1.2. La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV)

La société de gestion est une société par actions constituée entre les intermédiaires en opérations de bourse dûment agréés par la COSOB. Elle exerce ses missions conformément aux dispositions

¹⁰⁹ Décret législatif 93-10 modifié et complété par la loi 03-04.

législatives et réglementaires qui régissent l'organisation et le déroulement des opérations sur les valeurs mobilières dont les principales sont :

- L'organisation pratique de l'introduction en bourse des valeurs mobilières admises ;
- L'organisation et l'enregistrement des séances de négociation ;
- La publication des informations concernant les transactions en bourse ;
- La gestion du système de cotation et l'édition d'un bulletin officiel de la cote.

1.3. Le dépositaire central des titres (Algérie Clearing)

La loi 03-04 a introduit au niveau du paysage financier et notamment le marché obligataire, un dépositaire central dénommé « Algérie Clearing » des titres permettant la modernisation de la tenue et la gestion des opérations sur titres.

Algérie Clearing a été créée sous forme d'une société par actions dont le capital est souscrit par les banques et sociétés cotées en bourse. Elle est soumise au contrôle de l'autorité du marché et assure les fonctions relative à :

- La mise en œuvre des opérations sur titres ordonnées par les sociétés émettrices ;
- La codification des titres selon les normes internationales I.S.I.N¹¹⁰;
- La publication des informations relatives au marché.

1.4. Les intermédiaires en opérations de bourse (IOB)

Le monopole des négociations portant sur les valeurs mobilières cotées en bourse est confié à des intermédiaires professionnels appelés Intermédiaires en Opérations de Bourse (IOB). Cela est dû principalement à un souci de protection de l'épargnant et de sécurité des transactions sur titres.

L'activité d'intermédiaires en opérations de bourse peut être exercée, après agrément de la commission (COSOB) par les sociétés commerciales par actions (SPA) constituées à titre exclusif pour cet objet, les banques et les établissements financiers¹¹¹.

Le règlement COSOB n° 96-03 du 03 juillet 1996 relatif aux conditions d'agrément, aux obligations et au contrôle des IOB, dans son premier chapitre, distingue deux catégories d'IOB : l'IOB de pleine activité et l'IOB à activité restreinte¹¹².

¹¹⁰ International Securities Identification Number.

¹¹¹ Loi 03-04 relative au marché financier algérien.

¹¹² L'IOB de pleine activité a le droit de négociier des valeurs mobilières admises en bourse pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, faire de la gestion de portefeuille, de l'accompagnement des entreprises ou des prises fermes. L'activité de l'IOB à activité limitée est, par contre, limitée juste à l'intermédiation dans la négociation des valeurs mobilières.

A ce jour la place financière d'Alger compte sept IOB, à savoir la BNA, la BADR, la BDL, la CNEP BANQUE, la BEA, le CPA et la BNP Paribas Al Djazaïr.

1.5. Les teneurs de comptes conservateurs de titres (TCC)

« La tenue de compte-conservation de titres consiste, d'une part à inscrire en compte les titres au nom de leur titulaire, c'est-à-dire à reconnaître au titulaire ses droits sur lesdits titres, et d'autre part à conserver les avoirs correspondants, selon des modalités propres à chaque émission de titres»¹¹³. Le teneur-conservateur de titres assure la garde, la protection et l'administration des valeurs au nom de leurs titulaires.

L'activité de la tenue de compte est soumise à un agrément de la COSOB pour les banques les établissements financiers et les sociétés IOB. Sept TCC ont été agréés à cette date, à savoir : la BNA, la BADR, la BDL, la CNEP BANQUE, la BEA, le CPA et la BNP Paribas Al Djazaïr.

2. Les intervenants

Les intervenants au marché obligataire sont les personnes physiques et morales qui interviennent comme émetteurs sur le marché primaire et/ou acheteur et/ou vendeur sur le marché secondaire. Il s'agit de :

2.1. Les émetteurs

- L'Etat: Les émissions effectuées par l'Etat représentent une part assez importante ;
- Les établissements de crédit : Ce sont les banques et les entreprises financières qui recourent aux marchés obligataires ;
- Les entreprises : La stratégie de développement et l'évolution économique des entreprises les obligent à se financer sur le long terme. En effet, le recours au marché obligataire leur permet de financer leurs investissements dans la perspective d'une croissance continue.

2.2. Les investisseurs

L'investisseurs peut être une personne physique ou morale, institutionnelle ou non institutionnelle, banque, société d'assurance ou encore OPCVM¹¹⁴.

¹¹³ Article n°02 du règlement COSOB n° 03-02 du 18 mars 2003 relatif à la tenue de compte –conservation de titres.

¹¹⁴ Organismes de Placement Collective en Valeurs Mobilières : Ont pour mission de collecter les fonds qui leurs sont confiés par les épargnants, et les investir en valeurs mobilières. Cela permet aux investisseurs par une mise de fonds qui peut être modeste, de détenir une fraction d'un portefeuille de titres.

Section 4 : Les émissions obligataires

Comme nous l'avons mentionné plus haut, le marché obligataire algérien a connu l'émission de plusieurs emprunts obligataires qui sont venus animer ce marché. En effet, ce marché a connu l'introduction de dix entreprises activant dans des secteurs différents et offrant chacune des caractéristiques particulières.

Ces émissions, pour rappel, se négocient ou au niveau du marché officiel ou au niveau du marché de gré à gré et ce suivant le mode d'émission.

Les principales caractéristiques de ces émissions sont résumées dans le tableau ci-dessous :

N°	Emetteur	Visa COSO	Secteur	Titres émis	Caractéristiques	Population ciblée	Montant Levé / souscrit	Première Cotation
1	SONATRACH	N° 97/001 du 18/11/1997	Hydrocarbures	Obligations ordinaires	Montant de l'encours 12,126 milliards durée 05 ans, taux annuel fixe de 13 %.	Grand public	12,126 milliards	18/10/1999
2	SRH	N° 03/01 du 03/07/2003	Finances	Obligations ordinaires	3 Milliards DA, VN 10 000 DA	Institutionnel	2 480 000 000	marché de gré à gré
3	SONATRACH	N° 03/02 du 11/12/2003	Hydrocarbures	Obligations ordinaires	5 milliards DA, Durée 05 ans Taux de coupon 4 %, VN 100 000 DA	Institutionnel	5 000 000 000	marché de gré à gré
4	AIR ALGERIE	N° 04/01 du 11/03/2004	Transport Aérien	Obligations ordinaires	4,4 milliards DA, VN 10 000 DA	Institutionnel	4,4 milliards DA	marché de gré à gré
5	AIR ALGERIE	N° 04/02 du 27/10/2004	Transport Aérien	Obligations ordinaires	10,71 milliards DA Deux tranches	Institutionnel	10,71 milliards DA	marché de gré à gré
6	SONELGAZ	N° 03/04 du 30/11/2004	Electricité et Gaz	Obligations ordinaires	20 milliards DA	Institutionnel	20 milliards DA	marché de gré à gré
7	SONELGAZ	N° 01/05 du 15/03/2005	Electricité et Gaz	Obligations ordinaires	15 milliards DA	Institutionnel	15 milliards DA	marché de gré à gré
8	AIR ALGERIE	03/05/2005	Transport Aérien	Obligations ordinaires	13,13 milliards DA, Durée 06 ans Taux de coupon 4 %, VN 10 000 DA	Institutionnel	12 320 000 000	marché de gré à gré
9	ENTP	N° 05/04 du 26/06/2005	Hydrocarbures	Obligations ordinaires	5 milliards DA, Durée 05 ans Taux de coupon 2,75 %, VN 10 000 DA	Institutionnel	5 000 000 000	marché de gré à gré
10	ALGERIE TELECOM	N° 05/05 du 17/10/2005	Télé communications	Obligations ordinaires	6,5 milliards DA VN 10 000 DA	Institutionnel		marché de gré à gré
11	SONELGAZ	N° 05/02 du 27/04/2005	Electricité et Gaz	Obligations ordinaires	15,9 Milliards DA, Durée 06 ans coupon progressif, VN 10 000 DA	Grand public		29/05/2006
12	ENAFOR	N° 05/06 du 10/11/2005	Hydrocarbures	Obligations ordinaires	8 milliards DA, VN 10 000 DA	Institutionnel	7 980 000 000	marché de gré à gré
13	CEVITAL	N° 05/07 du 21/12/2005	Agro Alimentaire	Obligations ordinaires	5 milliards DA, VN 10 000 DA	Institutionnel	2 070 000 000	marché de gré à gré

14	SONELGAZ	N° 06/01 du 26/04/2006	Electricité et Gaz	Obligations ordinaires	10 à 12 milliards DA VN 10 000 DA	Institutionnel	11 650 000 000	marché de gré à gré
15	ENTP	N° 06/03 du 01/06/2006	Hydrocarbures	Obligations ordinaires	8 milliards DA, VN 10 000 DA	Institutionnel	8 000 000 000	marché de gré à gré
16	ALC	N° 06/04 du 22/06/2006	Finances	Obligations ordinaires	3,650 milliards DA Valeur nominale 10 000 DA	Institutionnel	3 650 000 000	marché de gré à gré
17	ALGERIE TELECOM	N° 06/05 du 03/09/2006	Télé communications	Obligations ordinaires	20 milliards DA, Durée 05 ans Taux progressifs, VN 10 000 DA	Grand public		12/11/2006
18	ALC	N° 06/06 du 26/12/2006	Finances	Obligations ordinaires	3,330 milliards DA, Durée 05 ans Taux de coupon 3,85 %, VN 10 000 DA	Institutionnel	3 300 000 000	marché de gré à gré
19	EEPAD TISP	N° 07/01 du 14/05/2007	Télé communications	Obligations ordinaires	500 millions DA VN 10 000 DA	Institutionnel	500 000 000	marché de gré à gré
20	ENTP	N° 07/02 du 02/12/2007	Hydrocarbures	Obligations ordinaires	4 milliards DA, Durée 05 ans Taux de coupon 3,80%, VN 10 000 DA	Institutionnel	4 000 000 000	marché de gré à gré
21	ENAFOR	N° 08/01 du 11/03/2008	Hydrocarbures	Obligations ordinaires	6 milliards DA, durée 05 ans Taux coupon 3,75 %, VN 10 000 DA	Institutionnel	6 000 000 000	marché de gré à gré
22	SONELGAZ	N° 08/02 du 12/05/2008	Electricité et Gaz	Obligations ordinaires	25 milliards DA, Durée 06 ans Taux progressifs, VN 5 000 DA	Grand public	25 milliards DA	28/07/2008
23	DAHLI	N° 08/03 du 11/11/2008	Hôtellerie / Lois Immobiliers	Obligations ordinaires	8, 300 milliards DA; Durée 07 ans Taux progressifs, VN 10 000 DA	Grand public	2 360 140 000	16/03/2009
25	ETRHB HADDA	N° 09/03 du 12/07/2009	Travaux Publics	Obligations ordinaires	6 milliards DA, durée 05 ans Taux coupon 4,10 %, VN 10 000 DA	Institutionnel	6 000 000 000	marché de gré à gré

Conclusion de la première partie

De nos jours, l'économie mondiale se finance principalement à travers les marchés des capitaux grâce aux avantages qu'ils procurent aux deux niveaux micro et macroéconomique. Ces marchés permettent tant le financement à court terme qu'à long terme à travers les marchés monétaire et financier.

S'agissant du marché financier qui représente la locomotive de toute économie, sa réussite dépend principalement de sa capacité à assurer sa fonction de canalisation de l'épargne nationale et étrangère vers les investissements les plus productifs.

Le marché obligataire étant un compartiment du marché financier très apprécié par les investisseurs qui recherchent la simplicité, la flexibilité et la sécurité occupe une place prépondérante à travers le monde, ce ne sont plus des marchés qui comme autre fois fonctionnaient au ralenti, ils enregistrent des volumes et des montants plus importants d'année en année et en combinant ce point aux avantages qu'ils procurent aux investisseurs, nous pourrions presque affirmer qu'ils font désormais de l'ombre aux marchés des actions.

Nonobstant, même si les titres obligataires offrent plus de sécurité et de simplicité pour l'investisseur, à comparer aux titres de propriété, ils ne restent pas sans risque. En effet, les investisseurs en obligations sont confrontés à des risques systémiques, liés au marché et notamment la variation des taux d'intérêt, et des risques spécifiques relatifs à l'émetteur lui-même tel le risque de défaut. Plusieurs mesures ont été développées de ce fait afin de prévenir les risques spécifiques et de les gérer ou contourner au temps opportun.

Au niveau du marché obligataire (comme au niveau du marché financier), les prix sont le reflet du marché à un instant donné. Ils reflètent en principe l'ensemble des informations connues et des anticipations des intervenants. Mais ce n'est pas toujours le cas de façon parfaite. On distingue alors quatre grands types de marché:

- le marché efficient au sens fort: le cours reflète, à tout instant, toutes les informations et prévisions des opérateurs. Il est impossible dans ce cas de prévoir l'évolution du cours ;
- le marché efficient au sens semi-fort: la diffusion d'information est immédiatement intégrée dans le cours. Les opérateurs capables d'interpréter cette information sont les seuls capables d'anticiper des variations de cours ;

- le marché efficient au sens faible: le cours tient compte à chaque instant de l'information disponible sur les cours passés. Tous les opérateurs disposant de ces informations, la prévision de cours par utilisation de séries statistiques est inefficace ;
- le marché inefficent: le cours n'intègre pas toutes les informations disponibles sur les cours passés. Il est alors possible de faire de la prédiction de façon efficace.

Néanmoins, il existe toujours une asymétrie d'information au niveau des marchés et notamment les marchés obligataires. Cette asymétrie a fait l'objet de plusieurs études et théories dont la théorie des lemons et la théorie d'agence.

L'asymétrie d'information correspond, en fait, à l'idée que l'information n'est pas équitablement partagée ; il existe toujours un creux entre les dirigeants d'une société, par exemple, et les investisseurs. Les dirigeants disposent généralement d'informations plus complètes et plus précises que les investisseurs. Aussi, la même information n'est pas perçue de la même manière par tous ses utilisateurs.

Concernant le marché obligataire algérien qui a vu le jour en 1998 avec le lancement du premier emprunt obligataire « SONATRACH » et qui a connu un grand succès durant la période 2004-2008, avec les différentes émissions obligataires qui ont sommé un encours total avoisinant cent quatre vingt seize milliards de dinars (196 000 000 000 DA). Ce marché a permis aux entreprises publiques et privés de lever d'importants capitaux nécessaires aux financements de leurs projets d'investissement qui ont enregistré une participation assez significative dans le financement de l'économie algérienne.

Ce marché qui est doté de tous les acteurs et outils nécessaire à son bon fonctionnement a connu aussi l'introduction des obligations assimilables du Trésor en février 2007 ; mais est caractérisée à l'heure actuelle par une morosité dûe principalement à l'arrivée à échéance de la quasi-totalité des titres obligataires qui ont été émis entre 2004 et 2008, ainsi qu'à la non introduction d'autres lignes obligataires.

PARTIE II :

**LA NOTATION DES
TITRES OBLIGATAIRES**

PARTIE II : LA NOTATION DES TITRES OBLIGATAIRES

Les marchés obligataires, comme tous les marchés, sont un lieu où l'information est imparfaite, plus précisément asymétrique : certains agents détiennent une information que les autres ne détiennent pas. George AKERLOF, affirme qu'un marché où règne des asymétries d'information est un marché qui menace de disparaître, sous l'effet notamment d'un mécanisme de sélection adverse.

Au centre de ces marchés, au cœur de toute transaction, se trouve l'arbitrage entre le risque de défaut et l'espoir d'un gain. Seule la confiance dans l'emprunteur peut inciter l'épargnant à se dessaisir de ses économies. Il faudra donc l'émergence de mécanismes de nature à sécuriser les transactions pour que se développent les marchés obligataires.

En effet, les émissions obligataires sont confrontées, comme mentionné dans la première partie, à plusieurs types de risques, notamment le risque de défaut qui correspond à la difficulté de paiement des intérêts et de remboursement du capital « potentielles » 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 ?

La question de solidité financière des entreprises se pose donc pour tout investisseur (personne physique ou morale) souhaitant placer son épargne ou son excédent de trésorerie dans des entités et pour des projets qui lui garantissent le maximum de suretés et de rentabilité. Dans un premier temps, l'investisseur veut déjà s'assurer de retrouver, au moins, sa mise de départ plus les intérêts. Il va donc essayer de se renseigner, notamment, sur les garanties financières que présente l'émetteur.

Pendant des siècles, les garanties offertes dans le cadre des emprunts obligataires étaient représentées par des suretés réelles puis des garanties financières ; mais au cours du XIXe siècle, aux Etats-Unis, des cabinets privés se sont mis sur le marché pour proposer aux banquiers et aux investisseurs leurs propres points de vue et opinions. Ces analystes vendaient à leurs abonnés les informations qu'ils détenaient sur différents secteurs d'investissements (chemins de fer, électricité, téléphone, chimie, etc). Puis, l'un de ces cabinets a pris l'initiative de « noter », de façon comparative, des projets d'entreprises pour faciliter le choix des détenteurs de capitaux à la

recherche de rentabilité. Ces services se désigneront alors comme étant des agences de notation financière.

De ce point de vue, les agences de notation sont un rouage essentiel des marchés obligataires : en donnant des notes sur la viabilité financière des agents économiques ou des produits, elles rendent publiques des informations qui autrement resteraient privées. Elles contribuent donc à atténuer les asymétries d'information

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 besoins dès lors 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. 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 et plus particulièrement des marchés obligataires.

Plusieurs agences de notation se sont alors développées mais les plus connues qui notent une partie quasi importante des emprunts dans le monde et qui captent 95 % du marché de la notation financière sont au nombre de trois, à savoir : Moody's née en 1909, Standard&Poors créée en 1941 et Fitch ratings contrôlée par le groupe financier français Fimalac qui est apparue seulement au début des années 2000.

Par ailleurs, même si 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, on leur reproche au même temps le fait qu'elles soient juge et partie d'un coté, puisqu'elles sont payées par ceux dont elles notent les titres et puis on les critique pour être des "boîtes noires" d'un autre coté, dans la mesure où elles révèlent peu leurs méthodes d'évaluation.

En effet, 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.

CHAPITRE I : FONDEMENTS ET GENESE DE LA NOTATION

L'évaluation de la solvabilité d'un emprunteur représente une partie essentielle de l'activité de tout prêteur : la classification des débiteurs en fonction de leur capacité à honorer leur dette a ainsi toujours fait l'objet d'une analyse interne et propre à chaque établissement de crédit. En outre, la publication d'opinions externes, n'émanant ni des banquiers ni des investisseurs mais destinées à orienter ces derniers et à les renseigner sur le risque de crédit d'une entreprise ou d'un Etat est plus récente.

Le renseignement financier se développe ainsi au XIX^{ème} siècle, particulièrement aux Etats-Unis suite aux importants investissements des compagnies ferroviaires qui nécessitaient l'appel au marché obligataire auprès du grand public et des investisseurs institutionnels.

Face à cette explosion du marché obligataire et à la multiplication du nombre d'émetteurs, la notation est devenue progressivement un label exigé par tous les investisseurs, plus particulièrement pour les emprunts émis par des sociétés non connus par le marché et dont la visibilité est faible.

Par ailleurs, la globalisation des marchés financiers a permis aux entreprises et Etats, d'emprunter des fonds à des investisseurs dispersés à travers le monde entier. Un investisseur basé aux Etats-Unis, n'a pas forcément la capacité d'évaluer la solidité financière d'une entreprise chinoise. Grâce à la notation financière, il sait en un clin d'œil si l'entreprise est très solide, solide ou fragile.

Cependant, « le développement de la notation a été très long aux Etats-Unis et, en fait, seul un événement important imposa définitivement le rating : la faillite en juin 1970 de la première entreprise de transport américaine « la Penn Central Transportation Compagny », celle-ci avait émis pour 80 millions de dollars de « commercial paper ». ¹¹⁵

Les plus grandes agences de notation financière dans le monde sont Fitch Rating, Moody's et Standard & Poors. Elles participent considérablement à la réduction de l'asymétrie d'information.

Néanmoins, plusieurs reproches ont été formulés à l'égard de ces agences, plus particulièrement en ce qui concerne leur indépendance, leur mode de rémunération et le fait qu'elles soient juge et partie dans certaines opérations.

¹¹⁵ KARYOTIS Daniel : « La notation financière : une nouvelle approche du risque », p 17, édition la revue Banque, Paris, 1995.

Section 1 : L'industrie de la notation

Le risque de solvabilité peut être apprécié par plusieurs méthodes qui ont évolué dans le temps : une analyse financière classique de la situation de l'emprunteur, ou la technique du crédit scoring ou encore la notation qui reflète la qualité de la signature de l'émetteur.

L'industrie de la notation n'est guère une activité récente, ses origines remontent à la seconde moitié du XIX^{ème} siècle et est concomitante du développement des marchés financiers et obligataires aux Etats Unis. « Si la fin du XIX^{ème} siècle et les premières décennies du XX^{ème} ont permis aux agences de définir précisément leur activité et d'asseoir leur méthodologie, il a fallu attendre l'après deuxième guerre mondiale pour voir le rating se développer tant aux Etats-Unis que dans les autres pays». ¹¹⁶

Historiquement, la notation a été conçue pour réduire l'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs ; sa définition était parfois confondue avec celle de l'évaluation. La notation, définie comme attribution à un agent ou à une entité d'un indicateur synthétique reflétant une série de ses caractéristiques, semble devenir un outil de prédilection des sociétés modernes.

1. Définition

Avant d'aborder les contours de la notation, il convient d'en donner sa définition. Quelle est donc la signification exacte du mot notation ou rating en anglais?

« Le « Rating » est un mot d'origine américaine dont la traduction littérale est « évaluation » ; il désigne à la fois un processus (l'analyse du risque) et son résultat final (la note) ». ¹¹⁷

« La notation est une surveillance permanente de la mesure du risque d'illiquidité des émissions privées. Elle consiste à attribuer des notes à des titres de dettes ou à des signatures qui qualifient le risque de crédit ou de contrepartie attaché à ces titres ou ces signatures». ¹¹⁸

La notation se définit aussi comme étant l'évaluation exprimée en lettres, se basant sur une échelle de notation, du risque de non remboursement, à la date prévue, de la totalité du principal et des intérêts d'une obligation financière.

Selon le règlement européen du 16 septembre 2009 (article 3), la notation de crédit est « un avis, émis par application d'un système de classification bien défini et bien établi prévoyant différentes catégories de notation, concernant la qualité de crédit d'une entité, d'une dette ou obligation financière, d'un titre de créance, d'actions privilégiées ou autres instruments financiers ».

¹¹⁶ RAIMBOURG Philippe : « Les agences de rating », p13, édition Economica, Paris, 1990.

¹¹⁷ D. KARYOTIS, op.cit, p 16.

¹¹⁸ TEULIE Jacques & TOPSACALIAN Patrick : « Finance », p254, Edition Vuibert, Paris 1997.

La notation vise donc à caractériser le risque d'un titre (titre de créance notamment) ou, plus généralement, le risque associé à un émetteur. Elle s'applique ainsi à toutes les organisations qui empruntent sur les marchés de capitaux, notamment les entreprises (publiques et privées) et les Etats. L'objectif initial est de permettre aux investisseurs de connaître le niveau de risque de l'entité dans laquelle ils investissent leurs fonds, et d'exiger en conséquence un niveau de rémunération en adéquation avec ce risque selon le principe suivant : plus l'entreprise risque de faire faillite, plus la note est basse et plus le taux d'intérêt est élevé.

A la différence des analystes financiers qui émettent un jugement sur la valeur d'une entreprise, la notation représente un jugement sur son risque, exprimé par une note selon une grille normalisée (propre à chaque agence). Les notes sont classées en catégories d'investissement (de AAA à BBB dans la grille de Standard & Poor's) ou, pour les émissions les plus risquées, en catégorie dite spéculative ou junk bonds¹¹⁹ (à partir de BB dans la grille de S&P's). La note est attribuée après un travail d'analyse des chiffres économiques et financiers, et résulte d'une décision collégiale des analystes de l'agence.

Précisons que la notation est une opinion, un avis que l'agence donne en toute indépendance et qui n'engage qu'elle. Il ne s'agit pas d'un conseil ou d'une recommandation donnés à l'investisseur d'acheter, de vendre, d'échanger ou de conserver un titre. Cette opinion est fondée sur des principes qui sous-tendent l'activité et sur un processus interactif entre l'organisme noté et l'agence qui délivre la note.

Dans le cadre du contrat passé entre l'agence et l'émetteur, la notation est publique ou privée à la demande préalable de ce dernier. Les différents types de note ou opinion peuvent être ¹²⁰:

- une note portant sur un émetteur ou plus exactement sur un risque attaché à cet émetteur;
- une note portant sur une émission de titres.

2. Justification théorique

Les théories de l'économie de l'information postulent que l'information est imparfaite et mettent en avant la notion d'asymétrie d'information. Elles sont transposables au cas des marchés obligataires en raison du manque d'informations nécessaires aux investisseurs pour évaluer le risque de crédit des entreprises émettrices.

¹¹⁹ Les junk bonds sont des obligations émises par des émetteurs dont le niveau d'endettement est souvent élevé avec parfois même des doutes quant à la pérennité de l'entreprise. sont également appelées High-yield deb ont une forte connotation spéculative avec un niveau de risque élevé qui va de pair avec leur rendement.

¹²⁰ Autorité des Marchés Financiers : « Rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation ; Notation crédit des entreprises », France, 2008.

Il est, en effet, fondamental pour tout investisseur de disposer des informations nécessaires relatives au degré de sécurité du placement qu'il réalise ou qu'il compte réaliser. Acheter un titre de créance ou prêter directement de l'argent nécessite que l'on connaisse les risques de ne pas être payé et/ou la certitude d'être remboursé du capital et des intérêts selon le calendrier prévu par l'émetteur initialement.

En effet, l'un des principaux problèmes rencontrés par les marchés financiers, dans la connaissance de la qualité de crédit des entreprises proposant à des investisseurs de souscrire à leurs emprunts obligataires, concerne la notion d'asymétrie d'information présentée par Akerlof (1970) sur le marché des « Lemons » tel que stipulé dans la première partie de cette thèse.

Ainsi, l'emprunteur connaît en principe les composantes de son projet et les risques financiers qui lui sont attachés, alors que le prêteur dispose uniquement des informations que l'emprunteur décide de lui communiquer. Toutefois, l'investisseur ne dispose en général pas des moyens, du temps et de l'expertise requise pour juger de la qualité de ces informations, de les analyser de façon pertinente et puis d'en demander d'autres le cas échéant.

Ainsi, un investisseur rationnel visant naturellement à diversifier ses placements dans le but de réduire les risques, subit un coût informationnel. En effet, pour prendre sa décision, il devra aller chercher les informations et les analyser. Or, cela nécessite des ressources et du temps. Donc, afin de prendre sa décision plus rapidement, il a la possibilité de se diriger vers un intermédiaire informationnel en qui il a confiance et qui lui fournira les conclusions de l'analyse des informations collectées. La conclusion de ces analyses peut être très synthétiques et prendre ainsi la forme de notes.

A travers les notes qu'elles publient, les agences de notation vont, pour le compte de l'entreprise émettrice, envoyer un signal au marché qui va probablement affecter les cours boursiers. Ces signaux constituent des données supplémentaires fournies aux investisseurs sur le risque de défaut de remboursement, qui conduisent finalement à une réduction de l'asymétrie d'information et à une amélioration de l'efficacité du marché obligataire. Les investisseurs disposent alors d'informations fiables, basées sur une analyse quantitative et qualitative des experts, pour évaluer le risque de chaque entreprise, et ils vont être en mesure de composer leur portefeuille obligataire en fonction de leur degré d'aversion au risque et des rendements globaux attendus.

3. Ancêtre de la notation

Née aux Etats-Unis au début du 20^e siècle afin de faciliter l'analyse du risque crédit, la notation financière s'est rapidement développée grâce à l'évolution du marché financier américain et en particulier du marché obligataire. Elle occupe aujourd'hui une place centrale dans le fonctionnement des marchés financiers. Ses origines remontent à 1868, lorsque Henry Varnum

Poor¹²¹ publia pour la première fois l' « American Railroad Journal » aux alentours de 1855. Cette publication annuelle proposa des informations économiques et financières aux investisseurs désireux de confier leur épargne aux grandes sociétés de chemin de fer américaines alors en plein essor.

C'est à cette même époque, en 1857, que « Bradstreet's Improves Commercial Agency », publie ce qui est considéré à ce jour comme le premier manuel de notation : The Bradstreet Rating Book. En 1860, Henry Poor édite son « History of the Railroads and Canals of the United States of America », puis en 1868, le « Manual of the Railroads of the United States » qui conquiert cinq mille abonnés au début de la décennie 1880.

En 1909 John Moody fonda la toute première agence de notation, la « Moody's Investors Services Incorporation », dont le but était de vendre des compilations d'informations statistiques décrivant l'activité d'une société donnée. Ce que Moody avait compris avant les autres c'est que les investisseurs américains étaient désormais prêts à payer pour bénéficier d'un service indépendant d'évaluation des actifs financiers.

Au début des années 1920, Poor's Publishing, la société de Henry Poor, émet elle aussi ses premières notes souveraines avant que les deux agences ne soient rejointes dans ce segment d'activité par Standard Statistics et Fitch (fondée en 1913 par John Knowles Fitch sous le nom de Fitch Publishing Company).

Succédant à la période fondatrice de la notation de crédit, les années 30 sont caractérisées par la grande dépression de 1929 qui mène à la mise en place d'une régulation dont les conséquences se font encore ressentir aujourd'hui. « Le début des années 30 a été marqué par l'émergence de nouvelles réglementations qui devaient tendre à rendre effective, quelques années plus tard, la distinction entre les investissements qualifiés d'investment grade (obligations constituant un placement relativement sûr) et celles qualifiées de speculative grade (ou encore, junk bonds) ». ¹²²

Aux États-Unis, les banques n'ont plus été autorisées à partir de 1930 à détenir des obligations notées en dessous du niveau investment grade. Ce type d'utilisation des notations à des fins réglementaires ou prudentielles s'est ensuite étendu à la plupart des autres catégories d'investisseurs : assureurs, fonds de pension, mutual funds....etc.

Il fallait toutefois attendre jusqu'au années 1970 pour que la notation financière s'impose véritablement aux États-Unis, lorsque la première entreprise de transport ferroviaire américaine, la Penn Central Transportation Company, qui avait émis 80 millions de dollars de titres à court terme, a fait faillite brusquement ; ce qui démontra de fait la nécessité d'une meilleure information

¹²¹ Henry Varnum Poor (Décembre 8, 1812 - Janvier 4, 1905) était un analyste financier et fondateur de HV et HW Poor Co, qui est devenue ensuite le baromètre de l'analyse financière, Standard & Poors .

¹²² RAIMBOURG Philippe, op.cit, p13.

même sur le marché des créances à court terme. Cette affaire renforça la légitimité des agences de notation ainsi que les exigences des investisseurs.

En 1975, la Securities and Exchange Commission (SEC)¹²³ introduisit la « Uniform Net Capital Rule», destinée à contrôler la capacité des courtiers à faire face à leurs obligations vis-à-vis de leurs clients et de leurs créanciers. Mais la grande nouveauté de la « Uniform Net Capital Rule», fût l'introduction dans la réglementation d'une nouvelle manière de mesurer le risque que représente une obligation : les notes des agences. C'est à cette occasion que la SEC introduisit le concept de «Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) ».¹²⁴

La pratique de la notation financière s'est largement répandue, par la suite, dans le reste du monde, avec l'implantation de Standard & Poor's et Moody's sur les marchés étrangers et la création d'agences nationales, de taille et d'influence bien plus modeste.

Depuis la mise en œuvre du ratio Bâle II ou « McDonough », les notes des agences sont devenues un élément central de la réglementation bancaire en pénalisant les crédits en fonction de la note du créancier et en pénalisant plus que tous les autres les créanciers non notés par les agences.¹²⁵

¹²³ L'autorité du marché financier américain

¹²⁴ Définit la liste des agences dont les notes pouvaient être utilisées afin de satisfaire aux contraintes réglementaires.

¹²⁵<http://www.contrepoints.org/2011/05/07/24180-le-surprenant-pouvoir-des-agences-de-notation>, le 02/06/2013.

Section 2 : Formes et typologie de la notation

Depuis l'inauguration par John Moody, il y a près d'un siècle, des premières notations d'obligation, les systèmes de notation ont été amenés à évoluer pour accompagner le développement des marchés financiers internationaux afin de satisfaire les exigences de transparence exprimées par le marché par rapport aux composantes du risque de crédit. En effet, le métier de la notation a évolué, depuis le milieu du siècle dernier vers l'ensemble de la sphère financière pour devenir une référence irremplaçable.

Des Etats aux simples particuliers, depuis une dizaine d'années, le champ d'action de ce métier s'est élargi à d'autres grands thèmes de la société mondiale en entrant dans des domaines extra financiers, dont la caractéristique est d'être stratégique et au centre des préoccupations relatives à l'avenir de la planète. Ainsi, bien que le corps de ce métier soit la notation financière, les grandes agences de notation financière ont développé des produits relatifs à la notation sociétale, produits structurés et autres.

Il est opportun dans ce cadre, pour bien assimiler la définition de la notation des obligations qui rentre dans le cadre de la notation financière, de distinguer cette dernière des autres termes proches, pour enlever toute ambiguïté à ce sujet.

1. La notation et les termes semblables

Nous pouvons faire la distinction dans ce cadre entre les différents termes ci-dessous :

1.1. Le rating

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

1.2. La notation financière

Le terme « notation » est un terme retenu par l'association française des banques en traduction du mot « rating » qui signifie "évaluation". La notation financière, quand à elle, peut être définie comme étant l'évaluation par une agence spécialisée et indépendante du risque de défaillance d'un émetteur ou d'une émission par une formalisation objective des facteurs de risques. Elle vise à caractériser le risque d'un titre (titre de créance notamment) ou, plus généralement, le risque associé à un émetteur. Elle s'applique donc à toutes les organisations qui empruntent sur les marchés de capitaux, notamment les entreprises (publiques et privées) et les Etats.

La notation financière exige de mener une analyse approfondie relative à des aspects qualitatifs et quantitatifs pour déterminer les risques de défaut. « Les questions de base sont celles qui se posent à propos des prévisions de cash-flow que l'émetteur est susceptible de générer dans le futur, et des conditions auxquelles ces cash-flows pourront être utilisés à servir les dettes émises». ¹²⁶

1.3. Le crédit-scoring

Le crédit-scoring est une étude menée par un établissement de crédit relative à la solvabilité de l'emprunteur lors de l'octroi d'un crédit. Elle synthétise l'évaluation de son patrimoine et fait intervenir l'emprunteur et l'établissement de crédit uniquement. La note est confidentielle et n'est en aucun cas communiquée au public.

Le crédit-scoring est une méthode statistique reposant sur la pondération d'une batterie de ratios classiques d'analyse financière. Le modèle utilisé est élaboré à partir d'un échantillon d'entreprises et constitue donc un modèle empirique pour distinguer les bons des mauvais payeurs.

2. Typologie de la notation

Il existe plusieurs types de la notation suivant son objet, sa nature et l'entité notée.

2.1. Notation traditionnelle et de référence

- La notation traditionnelle s'applique aux emprunts à court terme ou long terme émis sur le marché ; elle concerne un titre spécifique et correspond à la capacité de paiement en temps et en heure de la totalité du principal et des intérêts d'une dette précise;
- La notation de référence mesure le risque de contrepartie que présente l'emprunteur pour un investisseur en l'absence d'émission. Elle porte sur un émetteur ou plus exactement sur un risque attaché à cet émetteur : « cette note fait connaître, même en l'absence d'une émission de titres, la capacité d'une entreprise à faire face en temps et en heure à l'ensemble de ses obligations au titre de sa dette. L'objet de l'analyse est de dégager des tendances à moyen et long termes (3 à 5 ans) et non de donner une image instantanée du crédit de l'émetteur ». ¹²⁷

2.2. Notation sauvage

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

¹²⁶ SIMON Yves : « Encyclopédie des marchés financiers », p 1276, édition Economica, Paris, 1997.

¹²⁷ Autorité des Marchés Financiers, «Rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation ; Notation crédit des entreprises », p19, France, Janvier 2008.

2.3. Notation interne et externe

Une autre distinction est faite au niveau des acteurs chargés de la notation financière :

- La notation financière externe est réalisée par des agences de notation qui attribuent aux émetteurs et/ou émission, des notes à publier au grand public ;
- La notation financière interne est par contre effectuée par des équipes internes de l'entité. En effet, de nombreux acteurs financiers, en particulier les banques, disposent d'équipes de notation financière en propre afin, par exemple, d'évaluer le risque de leurs propres débiteurs, ou de conseiller leurs clients sur le marché des obligations.

2.4. Notation d'opération

La notation financière d'un débiteur s'intéresse à la capacité générale de ce débiteur à remplir ses engagements. Une telle notation ne donne cependant d'informations que sur la situation « actuelle » du débiteur, c'est pourquoi on peut également noter une opération individuelle.

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

- lors de la conclusion d'un nouvel emprunt ;
- lorsque l'opération présente une particularité qui fait que ses chances de remboursement sont améliorées ou moins bonnes (l'emprunt soit garanti par exemple par un gage ou une hypothèque, ou qu'il soit une opération structurée¹²⁸ ou subordonnée¹²⁹).

2.5. Notations en devises étrangères et en devise locale

La capacité d'une entreprise à rembourser sa dette à un moment donné peut différer selon la devise dans laquelle la dette est contractée.

En effet, la volatilité des taux de changes et la non convertibilité de certaines monnaies nationales font que la capacité d'un emprunteur de rembourser sa dette, à un moment donné, peut être différente suivant la devise dans laquelle elle a été émise.

La note en devise locale peut ne pas être équivalente à celle en devise étrangère. La note en devise locale est généralement inférieure à la seconde car il peut être difficile pour une entreprise de se procurer à tout moment les devises étrangères nécessaires à un remboursement, en particulier lorsqu'il existe une politique nationale de contrôle des changes.

¹²⁸ C'est souvent une combinaison complexe d'options, de swaps, etc ... basée sur des paramètres non cotés. Ce sera, par exemple, un placement à taux fixe avec une participation à la hausse des cours d'un panier d'actions.

¹²⁹ Une opération subordonnée est une opération dont le paiement est subordonné au paiement des titres de la classe supérieure.

La notation en devise est particulièrement souvent présente lorsqu'il s'agit de la notation d'un Etat. Les notes attribuées à la dette des différents pays tiennent compte des contraintes relatives à la valeur de la monnaie locale par rapport aux autres monnaies, ce qui fait que dans un certain nombre de cas, la note en monnaie locale est différente de celle en devise étrangère.

2.6. Notation souveraine

« Quand on parle de notation, on pense en général aux entreprises et aux banque, plus rarement aux « risque-pays » encore que depuis quelques années avec le développement des marchés internationaux de la dette, cette question est devenue beaucoup plus actuelle et fondamentale ». ¹³⁰
Les Etats, tout comme les entreprises, peuvent être notés financièrement.

La notation des États ne repose pas sur un modèle mathématique ou économétrique, conférant automatiquement une note en fonction des performances économiques ou du niveau d'endettement, elle est basée sur des indicateurs dont le choix est important car il met en avant les thèmes comme reflétant l'état de santé du pays. Les agences privilégient différents indicateurs économiques et financiers : PIB par habitant, inflation, exportations, survenance éventuelle d'un défaut souverain au cours des vingt-cinq années précédentes et indicateurs de développement économique. Les caractéristiques politiques et institutionnelles des pays notés sont également prises en compte.

¹³⁰ DE POLIGNAC Jeanne-Françoise : «La notation financière, l'approche du risque de crédit », p43, revue banque édition, Paris 2002.

Section 3 : L'activité de notation

Identifier et mesurer le risque financier demeure une préoccupation constante pour les acteurs des marchés qui n'ont que trop souvent à subir les effets de situations qu'ils maîtrisent mal. Quelles que soient, en effet, l'importance et la qualité de l'information fournie par les emprunteurs aux prêteurs, celle-ci est souvent difficilement exploitable ; il demeure presque toujours une inégalité foncière entre les informations dont disposent les uns et les autres au détriment des investisseurs. Pour répondre à cette demande plusieurs possibilités sont envisageables ; mais, au cours des dernières décennies, la « notation » a constitué la réponse la plus répandue et la plus largement acceptée.

1. Nature de la notation

Apparue au début du 20^e siècle aux États-Unis afin de faciliter l'analyse du risque crédit, la notation occupe aujourd'hui une place centrale dans le fonctionnement des marchés financiers. Cette dernière correspond à l'évaluation, exprimée en lettres, du risque de non-paiement, en temps et en heure, de la totalité du principal et des intérêts relatifs à une obligation financière d'un établissement de crédit, d'une société financière, d'une collectivité locale, d'un établissement public, d'une compagnie d'assurance ou d'un Etat souverain.

Quelle que soit la nature des structures évaluées et le domaine noté, l'objectif de la notation reste le même : évaluer et noter à intervalle régulier des entreprises, des Etats et des organisations internationales, en recourant à des indicateurs et des procédures spécifiques, afin de permettre à certains acteurs (décideurs internationaux, investisseurs, entreprises, ...) d'apprécier la pertinence des stratégies et/ou des politiques menées par les entités notées.

La fonction de la notation est importante, mais très spécifique. Il s'agit d'une appréciation, réalisée de manière indépendante; Les notes sont présentées comme les avis et les opinions des analystes des agences et non comme un travail d'audit financier ou une recommandation de vente, d'achat et de détention. Elle se base sur la collecte et l'analyse des informations recueillies notamment auprès de l'émetteur et tirés des entretiens avec celui-ci.

« Pour de nombreux professionnels, la notation est d'ailleurs le signe d'une plus grande maturité des marchés. Les quelques dysfonctionnements qui peuvent apparaître aujourd'hui seront corrigés progressivement. Le marché de la notation pouvant être considéré comme un marché efficient, la notation tend à se rapprocher de la valeur intrinsèque de l'émetteur ».¹³¹

¹³¹ CARYOTIS Daniel, op.cit, p 158.

Aussi faut-il expliquer que la notation ne représente pas une évaluation de la qualité du management d'un débiteur, ni de sa situation financière ou de son positionnement sur le marché, même si ces éléments sont d'une importance pertinente pour l'évaluation. En conséquence, certaines entreprises peuvent avoir une situation financière dégradée mais bénéficier d'une note élevée par rapport à une garantie de l'Etat par exemple, d'un soutien d'un actionnaire...Etc.

Par ailleurs, même si la notation est devenue un label exigé par la grande majorité des investisseurs et est devenue une activité réglementée et reconnue par les autorités de marché, elle n'est cependant pas développée d'une manière égale sur les différentes places financières.

Il est important de signaler dans ce cadre que si les notations constituent une synthèse du profil de risque de crédit d'un débiteur ou d'un engagement, elles n'ont pas vocation à indiquer qui, par la suite, fera défaut. Elles reposent plutôt sur le principe que les entités et engagements recevant une notation basse feront en moyenne plus fréquemment défaut que ceux bénéficiant d'une notation élevée.

2. La signification de la note

Dans la chaîne de traitement de l'information financière, les agences de notation fournissent, sous la forme d'une notation synthétique, une information relative au risque de défaut attaché à chaque titre traité sur le marché financier. La note attribuée à une émission retranscrit aussi bien les caractères spécifiques de l'émetteur que des propriétés singulières de l'actif.

En effet, l'opération de notation aboutit à une note attribuée à la société notée, sous forme de lettres, de A à D, chaque lettre faisant l'objet de sous-catégories. Les notes à long terme vont de "AAA" pour la meilleure à "BBB" dans la catégorie investissement, et de "BB" à "D" pour la plus mauvaise appelée catégorie spéculative. Il existe un tableau d'équivalence entre les notes des trois principales agences mondiales Standard and Poor's, Fitch et Moody's¹³², ainsi que des tableaux de correspondance entre les notes court terme (CT) et long terme (LT).

La note peut de ce fait être définie comme étant « une appréciation portée par une agence de notation- économiquement et politiquement indépendante- du risque de défaut de paiement attaché à un emprunt déterminé. Elle représente, donc, un outil synthétique (et puissant) pour apprécier en un clin d'œil la capacité d'un émetteur d'obligations à honorer ses engagements.

En mots simples, la note n'est ni plus ni moins qu'un « avis informé » ou bien « une opinion autorisée » sur la qualité de « signature » d'un émetteur de crédit. Elle est exprimée de manière

¹³² Standard&Poors, Moody's et Fitch sont les trois plus grandes agences de notation au niveau internationale.

très laconique sous forme de codes (ou de symboles) standardisés, composés de lettres, complétés de chiffres ou de signes + ou -. Elle permet un classement en fonction des caractéristiques particulières du titre miné et des garanties offertes par son émetteur ; chaque symbole correspond à une graduation sur l'échelle de notes». ¹³³ Le choix d'un symbole ou d'un caractère alphanumérique n'est pas le fait du hasard, il exprime que l'échelle choisie ne sert que comme outil de classement.

La note n'est donc pas une mesure quantitative du risque, elle désigne seulement une position occupée sur une échelle ordinale plus ou moins complexe. Ainsi une notation doit se lire de façon relative par rapport à une autre notation : un AAA a moins de chance de faire défaut qu'un AA, quel que soit le type d'entités (sociétés, SPV....) et son origine nationale. Elle traduit une estimation du risque en un point donné du temps. Les notateurs s'efforcent, certes, de minimiser dans leur évaluation les biais de conjoncture imputables notamment aux cycles économiques. Ils prennent également en compte les conséquences anticipées de la situation qu'ils évaluent, d'où des notes différentes selon les horizons temporels retenus (court terme, moyen-long terme). Cela n'empêche pas la notation du risque de rester une appréciation datée, soumise à révision.

Par ailleurs, les notes sont révisées périodiquement et peuvent être modifiées lorsqu'il existe des évolutions négatives ou positives de la qualité de crédit de l'emprunteur ou du risque de défaut. Elles intègrent de ce fait des informations qualitatives confidentielles ¹³⁴ qui leur confèrent un contenu informationnel plus important que celui publié par les banques centrales ou les analystes financiers.

En fin, la note de risque qui traduit le jugement des notations aboutit à un classement sur une échelle hiérarchique préalablement construite par l'organisation responsable de la notation.

Chaque note traduit une situation spécifique quant au risque de défaut de l'emprunteur. Le tableau ci-dessous explique la signification des notations d'obligations de l'agence de notation Moody's :

¹³³ J.ANTOINE : «Dictionnaire des marchés financiers », p34, édition De Boeck, Paris, février 2006.

¹³⁴ Les analystes des agences de notation ont un statut d'initié et ont accès à des informations non diffusées au public.

Explication des notations d'obligations d'entreprises de Moody's	
Aaa	Les obligations notées Aaa sont jugées être de la meilleure qualité. Elles portent le plus petit degré de risque d'investissement et sont généralement désignées sous le nom "gilt edge" ou de grande qualité. Le paiement des intérêts est assuré par une grande ou une très stable marge et le titre est garanti. Les éléments variables de ces sociétés sont ceux qui affectent le moins la position financière de la société en question.
Aa	Les obligations notées Aa sont jugées être de haute qualité selon toutes les normes. Tout comme les Aaa, ce sont des obligations de première catégorie. Elles sont moins bien évaluées parce que les marges de protection ne sont pas aussi grandes que pour les valeurs Aaa ou parce que la fluctuation des éléments protecteurs est d'une plus grande amplitude ou encore il peut y avoir d'autres éléments qui laissent présager des risques à long terme légèrement plus grands que dans des valeurs Aaa.
A	Les obligations notées A possèdent beaucoup d'éléments favorables à l'investissement et doivent être considérées en tant qu'engagements de catégorie moyenne supérieure. Des facteurs donnant la sécurité sur le titre et les intérêts sont considérés comme bons mais certains éléments peuvent suggérer un possible non-paiement dans le futur.
Baa	Les obligations notées Baa sont considérées comme étant de catégorie moyenne, c.-à-d, qu'ils ne sont ni fortement protégés ni mal garantis. Le paiement des intérêts et la sécurité du titre semblent corrects actuellement mais certains éléments protecteurs peuvent manquer ou peuvent être assez incertains sur une longue durée. De telles obligations ont autant de caractéristiques d'investissement que de caractéristiques spéculatives.
Ba	Les obligations notées Ba sont jugées avoir des éléments spéculatifs ; leur futur ne peut être considéré comme assuré. Souvent la protection du paiement des intérêts et du titre peut être très modérée et de ce fait, elles ne sont pas garanties pendant les bonnes et mauvaises périodes. L'incertitude de la position caractérise les obligations de cette classe.
B	Les obligations notées B n'ont généralement pas les caractéristiques d'investissement souhaitables. L'assurance du paiement des intérêts et du titre ou la continuité des clauses contractuelles pour une longue période peuvent être limitées.
Caa	Les obligations notées Caa ont une faible position. De telles émissions peuvent mettre en danger le remboursement du titre ou des intérêts.
Ca	Les obligations notées Ca représentent des obligations à haut degré spéculatif. De telles obligations font souvent défaut ou ont d'autres imperfections marquées.
C	Les obligations notées C sont dans la plus basse catégorie des obligations. Une émission ainsi notée peut être considérée comme ayant des perspectives extrêmement faibles d'atteindre la position d'investissement productif.
Source: Moody's Bond Record	

3. L'échelle de notation

La plupart des agences de notation ont recours à la pratique d'échelles de notation par lettrage (de A assortis de + ou de - à D). Ce type de grille est utilisé depuis 1924 par l'agence de notation Fitch, et est devenu commun d'abord à l'ensemble des agences de notation financières puis à toutes celles qui ont procédé, depuis bientôt une décennie pour les premières d'entre elles, à des évaluations du développement durable, que ce soit en entreprise ou en collectivité publique.

L'échelle permet de comparer entre elles les notes de crédit en les classant qualitativement de la « meilleure » à la « moins bonne ». Elle permet donc de classer les émetteurs ou les émissions d'obligations d'un acteur financier. Néanmoins, la distance entre deux notes n'a pas forcément la même signification suivant la position que ces notes ont dans l'échelle. Ainsi « la détérioration de la solvabilité correspondant à l'intervalle entre deux notes dans une portion de l'échelle Fitch Ratings, par exemple, AAA et AA+, ne correspond pas forcément à celle correspondant à l'intervalle entre deux notes dans une autre portion de l'échelle, CCC et CC+ ». ¹³⁵

L'usage de telles grilles de notation est aujourd'hui largement partagé et public, tant Outre Atlantique qu'en Europe. Moody's, Fitch, Standard & Poor's, Duff & Phelps Credit Rating Company, mais aussi OEKOM en Allemagne, Arcet Notation ou BMJ en France, The global microfinance rating agency et beaucoup d'autres y ont recours.

Si chaque agence possède sa propre grille, les échelles retenues varient peu d'une agence à l'autre, facilitant ainsi les comparaisons. Schématiquement ces grilles comprennent neuf catégories auxquelles s'ajoutent des sous-rubriques notées +, -, ou 1, 2, 3, selon les agences. En outre, ces catégories peuvent être regroupées en deux grandes classes intitulées « Investissement » et, « spéculative ». Il s'agit de la différenciation entre titres fiables et titres spéculatifs. Les émetteurs font en sorte que leurs titres restent ou atteignent la catégorie investment. Les titres en speculative grade sont synonymes de risque et donc reviennent beaucoup plus chères aux émetteurs.

Ce sont deux catégories de risques très importantes pour les investisseurs, notamment institutionnels, qui n'ont souvent pas le droit d'acheter des obligations de la classe « speculative grade » vu le risque que présente cette dernière.

Le tableau ci-dessous reprend les échelles de notation de Moody's, S&P et Fitch, classées de la meilleure notation à la plus mauvaise, avec une description synthétique de chacune d'entre elles.

¹³⁵ Commission fédérale des banques : « Circulaire agences de notation », p 5, Suisse, 2006.

Echelle de notation des trois grandes agences de notation								
Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings		Qualité		
LT	CT	LT	CT	LT	CT			
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Qualité supérieure Sécurité maximale.	TITRES D'INVESTISSEMENT	
Aa1		AA+		AA+		F1		Qualité haute ou bonne l'emprunteur est très fiable.
Aa2		AA		AA				
Aa3		AA-	AA-					
A1		A+	A-1	A+	F1	Qualité moyenne le risque peut être présent dans certaines circonstances économiques.		
A2	A	A						
A3	P-2	A-	A2	A-	F2	Qualité moyenne inférieure.		
Baa1		BBB+		BBB+				
Baa2	P-3	BBB	A3	BBB	F3	Qualité moyenne inférieure.		
Baa3		BBB-		BBB-				
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Spéculatif le risque de non solvabilité est plus grand sur le long terme.	TITRES SPECULATIFS	
Ba2		BB		BB				
Ba3		BB-		BB-				
B1		B+		B+				
B2		B		B				
B3		B-	B-					
Caa		CCC+	C	CCC	C	Risque très important de non solvabilité sur le long terme.		
Ca		CCC				Très spéculative et très risqué L'emprunteur étant en quasi faillite.		
C		CCC-						
/	D	/	DDD	/	L'emprunteur est en faillite.			

Source : www.vernimmen.com

Il est à noter dans ce cadre que ces trois agences disposent dans certains cas d'échelles de notes à court terme qui sont semblables à celle du long terme avec des symboles différents et d'autres qui ont été créés pour répondre aux besoins spécifiques d'un pays.

Dans les pays émergents, par exemple, le niveau de note internationale du pays en devise locale ou étrangère est si bas qu'il fait que ça soit difficile à ses entreprises de se différencier entre elles. Dans ce cas, l'existence d'une échelle de notation nationale qui ne prend pas en compte la note internationale du dit-pays, permet de faire des comparaisons plus détaillées des entités.

Ces échelles, dont les premières apparurent au début du siècle dernier, ont désormais tendance à converger dans leur conception et leur présentation et il paraît souhaitable qu'à terme, une échelle de notation identique puisse être utilisée par l'ensemble des agences de notation exerçant leur activité dans le même domaine et dans le respect d'un code de déontologie qui leur soit commun.

Cette harmonisation est d'autant plus souhaitable et probable que les référentiels de notation répertoriant les notes attribuées à des entités comparables par domaine d'activité ou par pays commencent à se développer et ont pour vocation de permettre la comparaison des niveaux de performance des organisations évaluées et notées par des agences différentes et concurrentes.

Section 4 : l'institutionnalisation de la notation

Dans un contexte de développement des marchés financiers, les besoins en informations ne cessent de croître et ce de la part de toutes les catégories d'agents économiques à capacité de financement qui sont en quête de produits de placement correspondant à leurs objectifs. C'est dans ce contexte que l'information financière est sortie du cadre restreint des professionnels pour constituer un intérêt auprès d'un large public ; ce qui a permis la naissance et le développement de l'activité de la notation, comme cité précédemment. La référence aux notations se trouve en effet accrue dans la mesure où cette dernière permet de transmettre une information synthétique pour des agents économiques de plus en plus exigeants en termes de maîtrise de risque.

Néanmoins, suite aux dysfonctionnements récents et plus particulièrement la crise des subprimes et tous les scandales financiers apparus ces dernières années, il fut question du rôle des géants de la notation et de la qualité de leur évaluation. Nombre d'acteurs des marchés financiers n'ont pu s'empêcher d'impliquer les agences de rating et mettre en cause la qualité de la notation fournie «À tort, si on reconnaît la responsabilité de la manipulation douteuse des comptes, il leur a été tout de même reproché leur défaut d'anticipation des difficultés financières dans lesquelles allaient se trouver des entreprises aussi prestigieuses que ENRON, WORLD.COM et d'autres»¹³⁶.

A cet effet, de multiples propositions de réformes ont été avancées dans le domaine de la notation financière externe. Elles portent quasi exclusivement sur le fonctionnement des agences de notation et sur la nature de l'information que celles-ci fournissent : les problèmes liés à l'utilisation des notations par les diverses parties concernées (investisseurs et intermédiaires financiers, mais aussi régulateurs) sont largement laissés de côté. L'industrie de la notation financière est sans doute le secteur qui a été le plus réglementé depuis le début de la crise.

1. Etat des lieux de la situation réglementaire en vigueur en Europe et aux USA

La notation est intégrée dans de nombreuses réglementations financières non seulement aux États-Unis mais aussi en Europe. Ce phénomène contribue à renforcer encore la crédibilité de ces notations. Elles sont notamment utilisées par les fonds d'investissement et par les banques centrales dans leurs politiques d'évaluation des garanties au titre du refinancement et codifient les décisions des investisseurs.

¹³⁶ BOUGUERRA Faïza : «Réformes du cadre législatif et réglementaire des agences de rating», Lavoisier/Revue française de gestion 2008/2 - n° 182.

➡ Le cadre réglementaire et législatif américain :

La première référence à une réglementation intégrant les notations des agences remonte au 11 septembre 1931 à l'initiative de l'OCC (Office of the Comptroller of the Currency)¹³⁷. Cette réglementation précisait que toute banque américaine devait valoriser les titres qu'elle détenait en portefeuille en fonction de leur notation. De plus en plus de réglementations reposant sur les notations ont vu le jour depuis.

Ainsi, la faillite du géant de l'énergie ENRON en 2001 a poussé les régulateurs américains à encadrer le secteur de la notation financière. En juin 2005, une proposition de loi visant à améliorer la qualité des ratings en renforçant la concurrence et la transparence a été faite. Celle-ci est votée par la Chambre des Représentants en juillet 2006 puis par le Sénat en septembre 2006, avant d'être finalement signée par le président George W. Bush et d'entrer en vigueur sous le nom de « Credit Rating Agency Reform Act ».

Par ailleurs, « la crise des subprimes et l'échec de la notation des produits structurés ont conduit la Securities and Exchange Commission (SEC) à enquêter sur les méthodes de travail des grandes agences dès l'été 2007. Les défaillances mises au jour par le régulateur américain ont incité les législateurs à préparer une grande réforme de l'industrie de la notation. En décembre 2009, une proposition de loi est déposée par le représentant démocrate Barney Frank et le sénateur démocrate Chris Dodd. Elle est votée en juillet 2010, devenant ainsi la « loi Dodd-Frank¹³⁸ »¹³⁹.

➡ Le cadre réglementaire et législatif européen :

Le règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit est la première législation européenne encadrant l'activité de notation financière. Ce règlement impose aux agences de notation de se conformer à un code de conduite pour atténuer le risque de conflits d'intérêts et garantir des notations et un processus de notation de grande qualité et suffisamment transparents. Il prévoit notamment que :

- les agences doivent prendre toutes les mesures nécessaires afin de lutter contre les conflits d'intérêts et s'assurer que leurs analystes sont compétents et expérimentés ;

¹³⁷ Principale instance de réglementation américaine de l'époque.

¹³⁸ Le Dodd-Frank Act modifie le régime de responsabilité de ces agences. D'une part, il établit un cadre réglementaire qui sera géré par un nouveau département au sein de la SEC : l'Office of Credit Rating. D'autre part, il soumet les agences de notation aux mêmes règles que les autres « gardiens » du marché, en leur imposant un régime de responsabilité identique et en déclarant que les notes ne sont pas des énoncés prospectifs à l'abri de toute responsabilité.

¹³⁹ Quelles régulations pour l'industrie de la notation? : Norbert Gaillard, Décembre 2012, <http://www.sciencespo.fr/cefi/>.

- les agences sont tenues de rendre publiques leurs méthodologies et de réviser leurs notes au moins une fois par an ;
- les agences enregistrées auprès des autorités compétentes ont le droit d'attribuer des notes dans l'ensemble de l'Union européenne¹⁴⁰;
- les États membres sont chargés d'établir les règles destinées à sanctionner les agences ayant contrevenu au règlement.

Par ailleurs, les modifications introduites par le règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil(6) ont donné pouvoir à l'«autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers : AEMF), instituée par le règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil, d'enregistrer et de surveiller les agences de notation.

En novembre 2011, un nouveau texte visant à amender le règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 est présenté par la Commission européenne. En mars 2012 un règlement délégué (n° 272/2012) complétant le règlement (CE) no 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil en a traité des frais à payer par les agences de notation de crédit à l'Autorité européenne des marchés financiers.

Le 30 mai 2012, quatre Règlements délégués de la Commission établissant les normes techniques réglementaires sur les agences de notation (AN) ont été publiés au Journal Officiel de l'Union européenne.

En octobre 2012, le règlement délégué n° 946/2012 complétant le règlement (CE) no 1060/2009 par des règles de procédure relatives aux amendes infligées aux agences de notation de crédit par l'Autorité européenne des marchés financiers a été adopté.

Enfin, le 16 janvier 2013, de nouvelles règles sur le moment et la manière dont les agences notent les dettes des États et la santé financière des firmes privées ont été adoptées par le Parlement européen. Elles permettront aux agences d'émettre des notations d'une dette souveraine non sollicitées uniquement à des dates fixes et autoriseront les investisseurs privés à les poursuivre en justice en cas de négligence

¹⁴⁰ Le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR) établit les normes en matière d'enregistrement des agences.

2. Les éléments clé de la réforme du secteur de la notation

Comme ça été évoqué ci-dessus, plusieurs réformes ont touché le secteur de la notation dans tous ses périmètres. Les éléments clé de cette réforme concernent principalement :

- Accroître la concurrence au sein de l'industrie de la notation financière, ce qui donnerait aux investisseurs l'accès à un éventail plus large de points de vue sur la qualité du crédit de leurs placements, et permettrait de maintenir les honoraires des agences à un niveau approprié. Les législateurs européens souhaitent également favoriser la naissance d'une agence de notation européenne indépendante ;
- Améliorer la transparence du processus de notation : les agences de notation doivent fournir des renseignements plus pertinents au sujet de l'analyse sur laquelle reposent leurs décisions en matière de notation. La méthodologie d'analyse qui porte sur des aspects quantitatifs et qualitatifs doit être mise à la connaissance du public investisseur afin de lui permettre de mieux juger de la qualité de la notation donnée par l'agence ;
- Une échelle de notation distincte pour les produits structurés : vu leur spécificité et leur complexité, les produits structurés doivent avoir une échelle de notation différente de celle des autres produits financiers. « L'adoption d'une échelle de notation distincte pour les produits structurés permettrait de souligner le fait que les notes qui leur sont attribuées se comportent différemment de celles des autres instruments financiers. Ainsi, les investisseurs y réfléchiraient peut-être à deux fois avant d'acheter des produits structurés »¹⁴¹;
- Rendre les agences de notation légalement responsables des notes qu'elles publient : Les agences devront redoubler de vigilance avant de distribuer leur notation. En effet, elles sont désormais civilement responsables si elles commettent des erreurs ;
- Interdire aux agences d'évaluer les produits au sujet desquels elles ont fourni des conseils car cette pratique suscite des conflits d'intérêt ;
- Limiter les conflits d'intérêt : Les participations des agences dans les entités notées sont plafonnées. Un actionnaire détenant 10% ou plus du capital d'une agence ne pourra pas posséder 10% ou plus du capital de l'entité notée. Dans la même logique, un actionnaire ne pourra détenir des parts de plus de 5% dans plus d'une agence de crédit, à moins que ces agences appartiennent au même groupe.

¹⁴¹ ZELMER Mark : «La réforme du processus de notation financière », Revue du système financier, France, Décembre 2007.

CHAPITRE II : LE PROCESSUS DE NOTATION

Dans le monde discret de la notation, la méthodologie utilisée par les agences de notation tenait, il y a quelques années, du secret professionnel le plus sévèrement gardé. Aussi paradoxal que cela puisse être, les critères et méthodologie exacts d'évaluation appliqués aux acteurs notés n'étaient pas publiés par les agences de rating. Seules quelques informations relativement vagues étaient communiquées au public, sans que cela ne puisse donner une idée claire des critères utilisés et de leur pondération dans l'analyse.

Cependant, depuis la fin des années 1990 et vu l'évolution de la place qu'occupe la notation dans les décisions de placement des investisseurs, les deux principales firmes de notation S & P et Moody's, mettent à la disposition du public des guides précisant quelques aspects de leur méthodologie et quelques ratios utilisés pour évaluer les entreprises et les débiteurs souverains.

Mais comment se déroule concrètement le processus de notation?, est la question que se posent la plus grande majorité des acteurs économiques et plus précisément les investisseurs en titres financiers qui recourent de plus en plus à la notation pour mieux connaître et évaluer le risque de défaut des différents emprunteurs présents sur le marché obligataire.

Précisons que la notation doit d'abord et avant tout être prise pour ce qu'elle est réellement : Une opinion, un avis que l'agence donne en toute indépendance et qui n'engage qu'elle. Il ne s'agit pas d'un conseil donné à l'investisseur d'acheter, de vendre, d'échanger ou de conserver un titre. Cette opinion est fondée sur des principes qui sous tendent l'activité et sur un processus interactif entre l'organisme noté et l'agence qui délivre la note.

En réalité, même s'il existe plusieurs agences de notation, le processus de notation obéit globalement à des règles très semblables, bien qu'il puisse connaître quelques variantes selon les différentes agences.

En intégrant à la fois des facteurs quantitatifs et qualitatifs, la notation reflète une évaluation de la situation financière actuelle de l'organisation, de même que l'évolution future éventuelle de sa situation financière. Dans l'analyse quantitative, l'accent est mis sur les éléments essentiels, en examinant la performance financière antérieure et actuelle de l'institution, et en utilisant cela comme base de formulation de prévisions de performance financière et de profil de risques, avec des scénarios d'exploitation tant classiques que des scénarios sous pression. En relevant d'autres forces et faiblesses qui pourraient éventuellement avoir une influence sur la performance financière future de l'institution, l'accent est également mis sur l'évaluation de l'environnement d'exploitation (y compris à la fois les risques économiques que ceux qui existent au niveau du

secteur), la stratégie, la situation du marché, la diversification, la qualité de la direction, de même que les politiques et procédures de gestion des risques.

Chaque élément de l'analyse est évalué en interne par l'agence de rating et n'a pas le même poids dans la notation finale. A ces analyses, correspond un processus interactif entre l'agence et l'organisme noté. Les agences disposent à cet effet, de leurs propres équipes d'analystes, qui sont en contact régulier avec l'entreprise émettrice. Un canevas est mis en place pour la mise à disposition de l'information, la restitution de ces données, leur discussion à travers une procédure contradictoire y compris la possibilité de contester la note avant sa diffusion et sa publicité à large échelle.

Par ailleurs, certaines informations communiquées aux agences peuvent rester confidentielles, et celles-ci doivent faire elles-mêmes un travail d'audit afin de déterminer la véracité des données fournies et éventuellement les corriger. Pourtant, dans la pratique, il s'avère qu'elles se contentent bien souvent des données que les émetteurs leurs livrent. Cette lacune s'est d'ailleurs manifestée lors de la faillite d'ENRON, entreprise pour laquelle les agences de notation n'ont pas anticipé les problèmes.

Pour Sinclair, le processus d'analyse reste encore flou: « next to the confidential information flows, the most secretive aspect of the bond rating business is the analytical process that bond rating firms conduct to arrive at their judgments». Et c'est bien là le cœur du problème. L'activité économique qu'est le rating repose avant tout sur l'expertise qu'ont développé ces agences. Il s'agit là de leur principal capital. Une publication de l'ensemble des critères de notation reviendrait pour elles à dévoiler l'essence même de leur activité.

Section 1 : Les critères de notation

Les appréciations portées par les organismes de notation peuvent avoir une influence positive ou négative à court ou moyen terme sur l'image des entreprises, voire pour celles qui sont cotées, sur la valeur de leurs titres. Ces dernières sont dans ce contexte, soucieuses à ce que les évaluations soient sincères, exactes et reflètent correctement la nature, l'étendue et la réalité de leur engagement.

Dans ce cadre, le Comité technique de l'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs) a estimé nécessaire, pour la protection des investisseurs, d'adopter une série de principes généraux de haut niveau, sous forme de code,¹⁴² destinés à renforcer l'intégrité du processus de notation des agences et qui devraient contribuer à une plus grande indépendance de leurs analyses.

Les principes proposés par le Comité technique concernent principalement quatre grands volets : la qualité et l'intégrité du processus de notation (1), l'indépendance et la prévention des conflits d'intérêts (2), la transparence et l'opportunité de la diffusion des avis (3), et enfin la confidentialité des informations (4). Pour chacun de ces thèmes est défini un principe sous forme d'objectif.

Ces critères doivent permettre de s'assurer que les méthodes d'évaluation des prestataires de notation de crédit soient dignes de confiance et soient comparables au cours du temps. Ils doivent permettre de garantir que les notations ainsi produites soient crédibles au sens de l'évaluation de la solvabilité qu'elles proposent et de la différenciation qu'elles introduisent.

Ainsi, ces principes fondamentaux font l'objet de mesures détaillées permettant d'atteindre concrètement les objectifs généraux. Ces mesures concernent l'organisation interne des agences au regard de leur indépendance ainsi que leurs méthodes de travail : mise en place de procédures internes visant à garantir l'intégrité des avis, suivi de l'information, conservation de comptes rendus venant justifier les notations, moyens dont disposent les agences pour mener leurs évaluations, manière dont l'information est diffusée, indication du caractère sollicité ou non d'une notation, mécanismes destinés à assurer la confidentialité des informations non publiques, etc.

Ces critères se résument principalement dans les points ci-dessous:

1. Le critère de qualité et d'intégrité du processus de notation

La méthodologie d'évaluation du crédit doit être rigoureuse, systématique et faire l'objet d'une validation fondée sur des données historiques. De plus, cette évaluation doit être soumise à un

¹⁴² Ce code a été publié par l'OICV en 2004 et se trouve sur le site www.iosco.org.

examen permanent et refléter toute évolution de la situation financière. Les agences doivent s'efforcer de publier leurs opinions de manière à contribuer à réduire l'asymétrie d'information entre l'emprunteur, le prêteur et les autres acteurs du marché.

Cela signifie que l'organisme notateur doit pouvoir garantir que sa notation est basée sur :

- Des processus rigoureux, notamment en matière du respect de la confidentialité et des délais de réaction;
- Des analystes compétents, notamment sur le secteur d'activité d'appartenance de l'entreprise;
- Une méthodologie objective et aussi stable que possible. Toute variation significative dans les appréciations portées par l'organisme d'une année à l'autre doit être justifiée.

Le processus de notation doit en outre respecter toutes les lois et réglementations qui régissent le métier en traitant impartialement et honnêtement tous les investisseurs, les émetteurs, le public et tous les acteurs du marché en général.

2. Le critère d'indépendance et de prévention des conflits d'intérêts

Le processus de notation doit être indépendant de toute pression politique ou économique et de tout conflit d'intérêts lié à l'actionnariat ou à l'activité commerciale de l'agence ou des intérêts financiers de ses employés. D'une manière générale, les agences doivent dans toute la mesure du possible éviter toute activité, procédure ou relation de nature à compromettre l'indépendance et l'objectivité de leur processus de notation.

L'agence de notation doit de ce fait, tout mettre en œuvre pour n'être soumise à aucun intérêt particulier de nature à influencer les résultats dans un sens plutôt que dans un autre. Les deux parties (agence de notation et organisme noté) ne doivent être tenues par aucun lien de dépendance que ce soit personnel ou par dirigeant interposé. Dans le cas où il y aurait des liens capitalistiques, l'organisme doit démontrer que les mécanismes qu'il a mis en place assurent l'indépendance de son analyse.

Aussi, aucune sorte de rémunération ou d'avantage en nature ne doit être sollicité ou accepté par l'organisme et/ou l'entreprise, en dehors du cas spécifique d'un audit commandité par l'entreprise à l'organisme ou d'autres types de produits (par exemple : benchmarks sectoriels ou thématiques).

Les équipes qui effectuent les travaux d'analyse devront être indépendantes et distinctes des équipes effectuant éventuellement des missions de conseils et de consulting pour l'entreprise audité. L'agence doit en fait s'assurer qu'aucun analyste ou une personne directement liée à lui/elle n'achète des actions ou des obligations d'une entité qui fait partie du portefeuille de ce dernier.

3. Le critère de transparence et d'opportunité de la diffusion des avis

Les activités des agences de notation doivent être guidées par un souci de transparence et d'une diffusion adéquate de leurs informations.

Ainsi, toutes les évaluations doivent être accessibles aux établissements de crédit et entreprises d'investissement locaux et étrangers ayant un intérêt légitime et dans des conditions équivalentes. En outre, la méthodologie générale utilisée par les agences de notation doit être rendue publique. Elles doivent communiquer les informations suivantes : les méthodologies d'évaluation (y compris la définition du défaut de paiement, l'horizon temporel et la signification de chaque notation); le taux réel de défaut relevé dans chaque catégorie d'évaluation et l'évolution de ces évaluations, par exemple la probabilité pour des notations AA de devenir A avec le temps.

4. Le critère de confidentialité des informations

Durant leurs activités, les agences de notation disposent de deux types d'informations :

- Celles relevant du domaine public : elles concernent l'entreprise;
- Et celles relevant du domaine confidentiel, tels que les rapports internes de gestion, les chiffres prévisionnels ou les principaux aspects stratégiques ; pour lesquels les agences s'engagent à garantir à l'entreprise une confidentialité sur les informations que cette dernière leur donne.

Dans ce cadre, les agences doivent garder le secret des informations non publiques transmises par les émetteurs ou leurs collaborateurs sur la base d'une clause de confidentialité ou à défaut d'un accord mutuel sur le caractère confidentiel de l'information.

Section 2 : Les éléments pris en compte dans le processus de notation

Avant de rentrer dans le vif du processus de notation, l'agence de notation doit collecter et analyser un certain nombre d'informations nécessaires à cette opération et relatifs à l'entreprise, sa situation financière, son secteur d'activité et l'économie dans laquelle elle opère.

On peut scinder, dans ce sens, l'approche des agences en trois grandes parties :

- L'étude des éléments opérationnels, notamment l'appréciation du degré de dépendance de la société à un secteur d'activité par rapport à l'évolution économique globale ;
- l'analyse des ratios financiers et comptables ;
- la structure et la stratégie financière de l'entreprise. Ce dernier point fait souvent l'objet d'entretiens avec l'entreprise au cours desquels les dirigeants expliquent la façon dont ils envisagent leur politique de financement et de distribution des résultats au cours des mois suivants et l'évolution de leur structure capitalistique.

Les trois agences précisent que leur démarche passe à la fois par une évaluation de paramètres qualitatifs et quantitatifs.

- Les facteurs quantitatifs : chiffre d'affaires, taux de croissance, ratio de rentabilité, ratios de levier financier et de couverture, ratio de capitalisation, cash-flow disponible, ratio de cash-flow, ratio de liquidité, etc.
- Les facteurs qualitatifs : secteur(s) d'activité, principaux marchés, position(s) de marché, portefeuille d'activités, diversification géographique, stratégie commerciale, taille de la société, barrière à l'entrée, avantages concurrentiels, opportunités de croissance, politique financière, qualité de gestion, structure financière et aspects structurels, etc.

Le processus analytique porte généralement sur les principaux domaines suivants :

1. Risques économiques

Une compréhension claire des éléments essentiels de l'environnement dans lequel l'entreprise notée opère s'avère d'une importance capitale. C'est en particulier le cas dans les marchés émergents, où l'environnement politique et économique tend à être substantiellement plus volatile. Le processus de notation se concentre sur les forces et faiblesses qui ressortent de l'analyse de la situation économique et politique du pays, en ayant toujours à l'esprit les effets que cela pourrait avoir sur le secteur d'activité, et en conséquence sur l'institution qui fait l'objet de notation.

L'analyse macro-économique permet de prendre en compte le contexte national, dans lequel évolue la société, et de mesurer quelles peuvent être les conséquences de telle ou telle décision politique ou économique sur son secteur d'activité. L'un des aspects les plus importants qu'il faut retenir en examinant les effets directs de l'économie sur la performance du secteur est la taille de l'économie, sa composition et ses perspectives de croissance.

2. Risques du secteur d'activité

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

- Les perspectives de croissance sectorielle au plan national ou international ;
- La dépendance du secteur vis-à-vis des cycles économiques ;
- L'intensité capitalistique et le BFR; certains secteurs étant considérés plus risqués que d'autres, les agences exigent pour un même niveau de note une situation financière plus solide ;
- Le cadre réglementaire (règles de concurrence, réglementation des brevets, ..).

3. Situation sur le marché

Une fois qu'elle a procédé à l'analyse de l'environnement dans lequel opère l'entreprise qui fait l'objet de notation, l'agence de notation s'attache à évaluer quelles sont les forces et faiblesses de l'entreprise sur son secteur d'activité au travers d'un certain nombre d'informations, notamment :

- la nature, l'intensité et l'évolution de la concurrence ;
- les parts de marché, leur structure (concentrée ou fragmentée) et leur degré de stabilité ;
- la rentabilité opérationnelle et la structure des coûts ;
- la taille par rapport à la concurrence et au secteur d'activité ;
- la diversification par secteur d'activité, par pays ou par produit ;
- les stratégies mises en œuvre par l'équipe de direction.

De ce fait, la situation de l'émetteur dans le secteur est analysée au regard de sa part de marché présente et future, de la rentabilité de ses opérations, de la pertinence des orientations stratégiques et de l'aptitude de la direction à respecter ses engagements relatifs au niveau d'endettement.

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

4. Risque financier

Un autre risque important, pris en compte par les agences de notation est le risque financier dont le rôle est capital car la note évalue en priorité le risque de remboursement du capital et des intérêts des dettes financières. Les agences analyseraient les données comptables et la politique financière, à l'aide notamment des business plans confidentiels fournis par l'entreprise. Elles procèdent également à une analyse financière de l'entreprise qui s'appuie en particulier sur l'étude de sa structure et de sa flexibilité financière. Elle utilise à la fin de ce processus une liste de ratios clés, ainsi que les niveaux médians par classe de note.

A ce titre, le risque financier n'est pas une donnée simple qui peut se mesurer avec un nombre réduit de ratios. Les raisons pour lesquelles une entreprise fait défaut sont multiples et variées : un environnement économique défavorable, des prix de revient trop élevés, une perte de clientèle, un endettement trop lourd et coûteux ou encore une stratégie et une gestion hasardeuse...etc, d'où la nécessité du recours à une variété de ratios afin d'évaluer tous ces risques.

Section 3 : Les étapes de la notation

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

En effet, avant d'entamer l'analyse détaillée d'un émetteur, les agences de notation s'assurent ex-ante que la demande de ce dernier est recevable. Il n'est dans l'intérêt ni de l'émetteur, ni de celui de l'agence de se lancer dans un processus aussi long tout en sachant a priori que la note sera mauvaise.

Le client souhaitant avoir une notation, soit suite au démarchage d'une agence soit spontanément, fait une demande et signe un contrat avec un membre de l'équipe « business development ». Son dossier est transmis, le cas échéant, au chef de groupe analytique du secteur concerné qui désigne une équipe en charge du dossier. Un analyste est nommé responsable du dossier et un second est nommé en support ("back-up analyst"). L'équipe prend contact avec le client pour obtenir les renseignements et documents nécessaires, puis fixe une réunion, avec ce dernier, qui permettra de compléter et de préciser les informations utiles.

« Pour Moody's, comme pour Standard&Poor's, la détermination des équipes est un point essentiel qui renvoie à l'organisation même de la société et qui permet d'asseoir l'élaboration des notes sur la base de l'expérience la plus large qui soit». ¹⁴³

Le processus de notation est donc complexe car il se base sur plusieurs indicateurs, qui se décomposent eux-mêmes en sous-indicateurs, qu'il convient de calibrer et de pondérer à l'aide d'un modèle mathématique de notation.

1. Demande de notation

L'entreprise souhaitant se faire noter, doit en premier lieu déposer auprès de l'agence un dossier comprenant notamment, ses statuts, l'extrait du registre du commerce, les cinq derniers rapports annuels, les bilans et comptes de résultats, ainsi que les annexes certifiées par les commissaires aux comptes.

L'agence de notation s'assure en effet, que la demande de notation émise par l'émetteur est recevable, il n'est donc pas nécessaire d'entamer le processus de notation sachant que la notation sera mauvaise, ce qui est souvent le cas des banques de création récente caractérisées par une forte

¹⁴³ RAIMBOURG Philippe : « Les agences de rating », p67, édition Economica, Paris, 1990.

activité de spéculation, ne disposant pas d'outils performants de contrôle des risques et ayant des actionnaires de référence peu solvable.

Après un examen superficiel et rapide du dit dossier et en cas d'accord, l'agence invite l'entreprise à présenter une demande signée par son principal dirigeant. La demande doit généralement, sauf exception prononcée, être justifiée par une opération financière existante ou envisagée à terme relativement proche. La demande comporte une adhésion explicite :

- Aux conditions de publications et de révision éventuelle de la notation;
- Aux obligations de communications des informations ;
- Aux conditions dégageant l'agence des responsabilités qu'elle pourrait encourir vis-à-vis de l'entreprise notée quant à l'incidence de la note ou de ses modifications éventuelles ;
- Au prix de l'étude et aux conditions de règlement.

D'un autre côté, la demande implique l'autorisation, pour l'agence, de disposer de toutes les informations qui lui paraîtront nécessaires et qui lui assurent une compréhension de la situation et des perspectives du demandeur et des conditions de réalisation de l'opération financière à noter.

2. Documentation et désignation des analystes

Une fois la demande établie, un contrat est signé entre l'agence de notation et l'entreprise qui demande la notation, après quoi l'agence désigne un analyste principal qui aura pour charge de mener toute l'étude du dossier, assisté d'un analyste back up. « Les deux analystes sont choisis en fonction de leur compétence spécifique pour le dossier qui leur est confié. En général, ils ont l'expérience d'autres entreprises similaires dans le secteur et le cadre géographique concernés et abordent leurs études en connaissance de cause». ¹⁴⁴

Par ailleurs, pour pouvoir noter l'entreprise, il est nécessaire de bien la connaître. Cette étape consiste donc aussi pour l'agence à recueillir le maximum d'informations susceptibles d'étayer son jugement. L'analyste principal adresse alors à l'émetteur un « schéma d'analyse » qui indique tous les renseignements et commentaires qui lui sont nécessaires. Il s'agit d'une part, d'informations publiques livrées par l'entreprise à partir des états financiers et comptes de gestion, supposés présenter une image fidèle de l'entreprise, et d'autre part, l'agence cherchera des informations à partir d'entretiens avec la direction générale et certains partenaires de l'entreprise telles les banques. Ces informations dites privées ne doivent pas être divulguées. Toutefois, l'entreprise a le

¹⁴⁴ DE POLIGNAC Jeanne-Françoise, op.cit, p 38.

choix des informations qu'elle confie. Elle n'est pas obligée de répondre à toutes les préoccupations de l'analyste.

Cependant, en raison de l'importance et des coûts qu'engendre cette phase, la collaboration de l'émetteur est indispensable. L'entreprise mettra à disposition de l'organisme un personnel compétent et habilité et fournira dans les limites, les informations ou explications demandées de bonne foi.

3. Réunions de notation

Une fois tous les documents requis sont transmis par l'entreprise, ces derniers sont examinés par les analystes pour la préparation des réunions, qui doivent se tenir entre l'équipe de l'agence et les représentants de l'entreprise, qui s'avèrent nécessaires pour une meilleure connaissance et compréhension de l'émetteur. Pour ces réunions, la majorité des agences demandent la présence de quatre ou cinq cadres représentant la direction générale, la direction financière et la direction de production.

En fonction des informations recherchées, de la complexité du secteur, la taille et activités de l'émetteur, ces réunions peuvent durer un ou plusieurs jours et s'accompagner de visites sur sites.

4. Etude et analyse

Il s'agit pour l'analyste, interlocuteur privilégié de l'entreprise notée, de traiter l'information collectée dans la deuxième phase. Une analyse exhaustive des risques, de la composition et la qualité de l'actif, du financement et liquidité, de la structure du capital, de la performance financière et des perspectives futures, est préparée dans le projet de rapport de notation financière. L'analyste dégagera alors les points faibles et les points forts de l'entreprise (diagnostic interne) ainsi que les opportunités et les menaces (analyse externe) ; Il précisera la position de l'entreprise par rapport à ses pairs nationaux et étrangers.

En pratique, les analystes des agences procèdent à l'étude de toutes les composantes qui sont susceptibles d'avoir une influence sur la probabilité de défaut. Ils la matérialisent par un classement chiffré à partir duquel l'étude qualitative se fonde pour déterminer la note. Dans le cas d'un rating corporate, le risque de défaut est analysé pour l'entreprise dans son ensemble. Le risque lié à l'ordre de remboursement en cas de faillite est également pris en compte.

Après traitement et analyse des données et des informations recueillies, il est procédé à la synthèse des différents éléments pertinents dans la détermination de la solvabilité de l'entreprise concernée. Un rapport de notation est élaboré à cet effet et est ensuite soumis aux commentaires du comité notation composé d'analystes confirmés de l'agence et de spécialistes du secteur dans lequel

l'entreprise opère. En règle générale, le comité avalise les travaux de l'analyste selon le principe « une voix, un vote ».

5. Notation

Le document de base est le rapport de l'analyste élaboré dans la précédente phase sont remis, comme cité supra, au comité de notation à qui il revient d'attribuer la note. Ce comité est formé de plusieurs experts n'ayant eu aucun rapport avec la société notée dans les précédentes étapes de la notation.

6. Communication et publication de la note

Une fois la décision du comité de notation arrêtée, elle est notifiée à l'entreprise intéressée, avec les explications et justifications utiles, puis envoyée aux diffuseurs et mise en ligne sur le site de l'agence. L'émetteur peut disposer d'un délai d'une journée à quelques jours pour répondre et éventuellement faire appel de la notation sur la base d'éléments d'information complémentaires ou nouveaux.

La note accordée, en définitive, n'est publiée qu'avec l'accord préalable du demandeur. Dans ce cas, l'agence publie par voie de communiqué de presse la note et ensuite une étude plus complète n'incluant bien évidemment que les données publiques transmises par l'entreprise.

➡ Procédure d'appel

Dans le cas où la note attribuée à l'entreprise ne lui convient pas, deux cas de figure peuvent se présenter : ou l'entreprise refuse carrément la note et renonce à sa publication, le dossier sera donc classé ; ou elle fait appel de la note.

« A l'appui de son appel, l'émetteur apporte en général des éléments ou pour le moins des éclairages nouveaux. Ces éléments font l'objet d'un examen par le comité qui décide de maintenir ou de modifier la note d'origine. Quelque soit la décision, elle est de nouveau communiquée à l'émetteur, qui ou bien l'accepte, et dans ce cas elle est rendue publique selon les modalités précisées précédemment, ou bien l'entreprise refuse définitivement la note proposée auquel cas il n'en sera pas fait état ». ¹⁴⁵

¹⁴⁵ Idem, p40.

Section 4 : Les opérations post notation

Une fois la note publiée, cette dernière ne reste, bien évidemment, pas figée ; elle peut changer d'un moment à un autre suivant les nouvelles informations recueillies ou publiées sur l'entreprise objet de l'émission ou l'émission elle-même.

Ainsi, les agences suivent de près les événements susceptibles de modifier le risque de crédit d'un émetteur ou d'un emprunt noté afin de d'assurer la pertinence de leurs évaluations. Elles cherchent à identifier, à tout moment, les éléments qui peuvent affecter la note à la baisse comme à la hausse.

Le suivi porte sur plusieurs facteurs, notamment : le climat des affaires, la tendance des marchés financiers, la performance de l'entreprise notée, les changements réglementaires, la position concurrentielle et le développement technologique. Chaque agence arrête la périodicité et le contenu du suivi selon une procédure prédéfinie.

Le suivi peut enchaîner une mise en surveillance ou une révision de la note pour des motifs d'ordre général, tel le développement économique, ou ponctuel concernant un secteur spécifique, un émetteur ou une émission en particulier.

1. Le suivi de la notation

Une fois publiée, la note fait l'objet d'un suivi permanent. L'analyste responsable du dossier et l'analyste « back up » sont chargés d'assurer ce suivi et disposent à cet effet d'une gamme d'outils de contrôle et de suivi des émetteurs et des instruments financiers. Les résultats intermédiaires et annuels sont réexaminés, au moins sur une base trimestrielle.

En effet, l'objectif de la notation étant de mettre à la disposition de l'investisseur des moyens d'aide à la prise de décision, celle-ci doit rester crédible en tenant compte de tous les facteurs qui peuvent influencer la qualité de crédit de l'émetteur. L'entreprise notée s'engage à cet effet de communiquer régulièrement les informations nécessaires à cette mise à jour. Ainsi, l'agence rencontre au moins une fois par an des responsables afin d'actualiser ses informations tant opérationnelles que stratégiques et financières.

« Si le suivi de la notation est permanent, les agences font généralement une revue complète de la société une fois par an. Les agences peuvent adopter par ailleurs un processus de suivi, en général effectué annuellement, pour évaluer la qualité et l'homogénéité des notations de crédit, au sein d'un groupe d'entités homologues (« peer group »). A l'issue de la revue de portefeuille, un

comité de notation peut être appelé à se réunir pour statuer sur un émetteur dont le niveau de notation ne s'avère, par exemple, plus en phase avec celui de ses homologues ». ¹⁴⁶

Les notes peuvent éventuellement faire l'objet d'une révision si l'agence l'estime nécessaire en cas d'évènement particulier comme par exemple une fusion ou une cession.

➡ **La perspective de notation**

Une perspective de notation ("rating outlook ») est une appréciation sur l'orientation possible d'une notation à moyen terme. Cette dernière peut avoir quatre directions différentes : Positive, Négative, Stable ou Evolutive.

2. Mise sous surveillance de la note

Des mises sous surveillance (watch List) pour abaissement ou rehaussement de la note peuvent avoir lieu durant la vie de l'opération, selon le résultat du suivi de la note.

L'inscription sur une liste de surveillance ("watch list") consiste à indiquer quelles sont les notations soumises à court terme à une révision ultérieure. Selon la nature de l'évènement qui la provoque, la surveillance peut avoir une implication positive, négative ou bien, dans des cas rares, incertaine. En principe, une mise sous surveillance ne dépasse pas 60 jours, néanmoins certaines agences ne fixent pas de limite temporelle.

« La mise sous surveillance signale aux investisseurs qu'un événement (acquisition, cession, fusion...etc) est susceptible d'entraîner, après analyse, une modification de la note». ¹⁴⁷

Un analyste décide de placer un émetteur sous surveillance à partir du moment où les résultats du suivi annoncent qu'un évènement relatif à l'émetteur ou à son environnement ait un impact significatif sur sa qualité de crédit et est susceptible de modifier sa note. L'analyste convoque, dans ce cas, un comité de notation qui doit statuer sur le sujet. Ce comité de notation est, en général, réduit, pour la simple mise sous surveillance d'une note.

Les agences ne fondent leurs décisions de mise en surveillance que sur des informations publiques ou que l'émetteur a pu leur confirmer.

Par ailleurs, lorsqu'une note est mise en surveillance, l'agence doit indiquer les raisons de cette décision et donner une indication générale (positive ou négative) qui permet aux investisseurs de connaître la première impression de l'agence.

¹⁴⁶ Autorité des Marchés Financier : « Rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation ; Notation crédit des entreprises », France, Janvier, 2008.

¹⁴⁷ P.VERNIMMEN, op.cit, p 530.

3. Modification de la note

Les notes publiées par l'agence font l'objet, comme cité précédemment, d'un suivi permanent, facilité par l'engagement d'information souscrit par l'émetteur. L'agence peut revoir la notation à tout moment, que ce soit suite à la survenance d'un événement particulier (évolution économique, perte de clientèle soudaine, ...) ou suite à une des visites régulières chez le client.

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. La note en effet, n'appartient plus à l'émetteur mais aux investisseurs pour lesquels elle constitue un moyen d'information qui doit rester constamment à jour.

En cas de baisse, le marché devient alors conscient de l'accroissement récent du risque de défaut et de la réduction des capacités d'emprunts à court terme. En outre, les annonces de modification à la baisse s'accompagnent de recommandations intégrées dans les rapports des agences qui incitent l'entreprise à réduire son endettement.

Au contrario, pour les hausses de note, l'effet diffère car la plupart des entreprises ne profiteraient, ni de leur facilité d'endettement accrue, ni de la tentation d'augmenter leur risque de défaut si elles n'ont pas besoin d'investir. Le risque de défaut réel serait ainsi plus en adéquation avec le risque reflété par la note.

Il est à noter, dans ce cadre, que l'abaissement d'une note engendre des coûts pour l'agence relatifs à la détection des éléments de détérioration.

4. Le retrait d'une note

Pour de multiples raisons (remboursement de l'emprunt, cessation d'activité, absence d'information suffisante pour assurer le suivi de la note), les agences peuvent décider de ne plus donner de note.

CHAPITRE III : LES AGENCES DE NOTATION

Nées au XXe siècle, les agences de notation financière font maintenant partie intégrante du système économique. Elles accordent une notation aux produits financiers. Nous aborderons, dans ce chapitre, leur rôle, leur origine, les produits et services qu'elles offrent ainsi que les principales critiques formulées à leur égard.

Majoritairement apparues avec l'avènement des chemins de fer aux Etats-Unis au début du XXe siècle, ces agences ont rapidement évolué afin de s'adapter aux évolutions de la finance et des nouveaux marchés.

L'industrie de la notation étant dominée par trois grandes agences connues mondialement, à savoir : Moody's, Standard&Poors et Fitch rating, ces trois agences historiques ont formé un oligopole difficilement contournable, et règnent toujours en maître. L'essor des jeunes entreprises du secteur *high-tech* et le développement de la titrisation ont achevé de consolider ce monopole. Ces trois agences ont réalisé en 2011 une marge opérationnelle comprise entre 31 % et 41 %, en détenant à elles seules 97% des parts de marché.

Aux Etats-Unis les agences de notation sont surveillées par la SEC (Securities Exchange Commission), qui accorde le statut de NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organisation). La communauté européenne vient également de se doter de sa propre réglementation, applicable à partir d'avril 2010, qui prévoit une procédure d'enregistrement des agences auprès du CESR (Committee of European Securities Regulators). D'un autre côté, l'IOSCO (International Organization of Securities Commissions) a publié un code de conduite auquel les agences tendent à se conformer.

Par ailleurs, les agences de notation ont été mises en cause lors de la dernière crise financière pour leur manque d'anticipation sur les risques potentiels liés notamment aux produits structurés et leur insuffisance de réactivité au cours de l'été 2008. L'une des principales critiques formulée à leur égard concerne leur système de facturation qui favorise l'émergence de conflits d'intérêts entre l'émetteur et les agences de notation. En effet ces dernières font payer l'évaluation à l'émetteur de titres ; Elles peuvent donc être tentées de bien noter leurs clients afin de les « fidéliser » et de gagner des parts de marché.

Section 1 : Définition et rôle des agences de notation

La lecture des pages finances et marchés des journaux économiques n'est pas une chose facile et les commentaires des spécialistes sont parfois assortis de "AAA", "Baa" ou "D"...etc ; Il s'agit en fait de notes, attribuées par des agences de notation financière, que seuls les initiés peuvent décrypter. Ces agences ont pour activité d'évaluer les risques liés aux titres de dettes ainsi que les émetteurs de titres eux-mêmes qui peuvent être des entreprises, des banques, des compagnies d'assurance, des collectivités locales ou des Etats. Elles permettent donc, d'améliorer l'information sur les marchés financiers.

C'est seulement à partir de 1970, que les agences de notation sont devenues des acteurs majeurs des marchés des capitaux. Leur essor est allé de pair avec la globalisation financière et le développement des marchés financiers, principalement avec la faillite de « Penn Central »¹⁴⁸. Ainsi, certains financiers affirment que cet événement est sans doute celui qui a précipité « la montée en puissance » de cette profession.

1. Définition et évolution

Plusieurs définitions, qui convergent toutes vers le même sens, ont été données aux agences de notation que ce soit par les livres qui traitent de ce thème, les sites internet ou la presse économique et financière. Nous pouvons en citer ce qui suit :

- ➡ « Les agences de notation sont des sociétés commerciales qui attribuent à la demande ou non des émetteurs des notes sur des titres de dettes émis par des entreprises, par des banques ou par Etats. La note plus ou moins élevée reflète la perception par l'agence de notation de la solvabilité de l'émetteur».¹⁴⁹
- ➡ Une agence de notation est un organisme qui fournit une opinion sur la solvabilité d'une entité et sur ses obligations financières, tels les titres de dette, les actions privilégiées ou les papiers commerciaux adossés à des actifs non-bancaires.
- ➡ Ce sont des agences privées chargées d'apprécier le risque de solvabilité financière d'une entreprise, d'un Etat, d'une opération financière... Le rôle d'une agence de notation financière est de mesurer le risque de non-remboursement des dettes que présente l'emprunteur. Leur rôle est donc primordial. Elles sont au service des investisseurs afin que ces derniers prennent des décisions en toute connaissance de cause.

¹⁴⁸ Penn Central, était une compagnie de chemin de fer des États-Unis qui opéra de 1968 à 1976. Elle fut créée le 1^{er} février 1968 par la fusion du Pennsylvania Railroad et du New York Central Railroad.

¹⁴⁹ www.venimmen.net/glossaire/html/définition_solvabilité.html, le 05/06/2013.

- « Une agence de notation a pour fonction d'apprécier, sur les marchés financiers, les risques de non respect des engagements des emprunteurs à l'égard de leurs créanciers. Il s'agit non seulement d'une estimation du risque de faillite de l'emprunteur, mais, au-delà, d'une estimation de tous les incidents de trésorerie qu'il peut connaître et qui seraient susceptibles de l'amener à ne pas respecter ses engagements contractuels à l'égard de ses créanciers ». ¹⁵⁰

Toutes ces définitions affirment que les agences de notation sont le baromètre qui déterminera le risque attaché à une émission d'obligation ou tout autre titre de dette.

De même que ce qui a été indiqué dans la partie relative à la genèse de la notation, le développement des premières agences spécialisées dans la notation des titres obligataires se confond avec les grandes levées de capitaux nécessaires aux jeunes compagnies de chemins de fer. Ces agences commencèrent à éditer des manuels de statistiques qui avaient pour objectif de fournir au lecteur les moyens d'évaluer tout investissement financier, en actions et en obligations, dans les compagnies de chemins de fer. Il s'agissait d'une compilation d'informations statistiques décrivant l'activité de l'entreprise concernée, mais qui n'étaient par synthétisées sous la forme d'un rating ». C'est seulement en 1909 que la notion de rating intervint pour la première fois avec la publication des « Analyses of Railroad Investments » par John Moody, qui fonda sa société en 1900. Dans la foulée, un certain nombre d'autres agences furent créées, notamment :

- A partir de 1916, « Poor's Publishing Company » débuta un service de notation des actions et des obligations ;
- En 1922, « Standard Statistics Company » se lança à son tour dans la notation à travers la création d'un département spécialisé ;
- En 1924, « Fitch Publishing Company », jusqu'alors spécialisée dans l'édition d'informations financières, édita ses premières notations.

En fait, quelle que soit la nature des structures évaluées, et le domaine noté, l'objectif des différentes agences de notation reste le même : évaluer et noter à intervalle régulier des entreprises, des Etats et des organisations internationales.

2. Rôle des agences de notation

Incontournables acteurs du système financier, l'importance des agences de notation s'est accrue ces dernières années alors même qu'il leur est souvent reproché de n'avoir pas empêché et même d'avoir participé au déclenchement de la crise des subprimes de 2007 ou de la crise grecque qui a commencé en décembre 2009.

¹⁵⁰ RAIMBOURG Philippe, op.cit, p8.

Devenues fatales, d'une part, dans le financement de l'économie, des États et des collectivités locales, d'autre part, dans les choix des investisseurs, elles occupent une position de force dans un marché de capitaux profondément internationalisé. Leur création, leur développement et leur internationalisation est le fruit de la volonté de l'ensemble des acteurs du marché (régulateurs, emprunteurs, émetteurs d'emprunt, ...) afin d'accompagner et d'accélérer le mouvement d'intermédiation pour lui donner de l'ampleur. L'introduction des agences de notation dans le système Bale II¹⁵¹ n'a fait que renforcer leur puissance en leur donnant un pouvoir quasi réglementaire.

Les agences de notation jouent un rôle vital sur les marchés mondiaux, notamment ceux des valeurs mobilières et les marchés bancaires, d'autant plus depuis le mouvement de désintermédiation financière qui a débuté dans les années 1980. Leur développement récent résulte du besoin croissant des acteurs de faire face à l'asymétrie informationnelle en matière de mesure de risque, dont on sait qu'elle conduit à une allocation inefficace du capital, et donc à un coût d'opportunité économique et social.

Les principaux rôles des agences de notation peuvent être résumés dans les points ci-dessous :

- ➡ « initialement, le travail de ces agences consiste à donner un repère suffisamment stable aux investisseurs pour leur permettre de décider d'acheter ou non un emprunt, en évaluant leurs chances d'être remboursé à l'échéance. Mais à la faveur de la globalisation des marchés, elles ont obtenu un pouvoir phénoménal sur le cours des marchés d'obligations, leur principal fond de commerce».¹⁵²
- ➡ Le cœur de métier des agences est lié aux marchés financiers. Pour les émetteurs d'obligations et les produits structurés elles délivrent des références aux investisseurs. Elles sont donc un des instruments de la financiarisation de l'économie ;
- ➡ En produisant une information facile à interpréter par les investisseurs en fonction du type de risque qu'ils désirent prendre, les agences de notation assurent une meilleure allocation des capitaux, diminuent les coûts pour les prêteurs et les emprunteurs, et augmentent l'efficacité du marché ;
- ➡ En donnant des notes sur la viabilité financière des agents économiques ou des produits, elles rendent publiques des informations qui autrement resteraient privées. Elles contribuent donc à atténuer les asymétries d'information, soit lorsqu'un émetteur de titres en sait beaucoup plus long sur ce qu'il est réellement en train de vendre que l'acheteur, c'est-à-dire l'investisseur ;

¹⁵¹ Le Comité de Bâle sur la Supervision Bancaire est une organisation internationale regroupant les représentants des régulateurs bancaires et des banques centrales de vingt-sept pays, dont les pays industrialisés. Il a pour principale mission de définir le cadre prudentiel applicable aux banques. En 2004, l'accord de « Bâle II » a proposé un système visant à être plus sensible aux risques réels. Il autorise les banques, pour déterminer leurs fonds propres réglementaires, à utiliser soit leur système interne d'évaluation, soit une méthode dite standard basée sur les notations émises par des « organismes externes d'évaluation de crédit ».

¹⁵² « Les agences de notation, arbitres contestés des marchés financiers », Prudhomme Cécile, le Monde, 28.03.2002.

- En fournissant une opinion indépendante, objective et prospective sur le risque de financement d'un emprunteur, elles apportent une information extérieure fiable et objective aux investisseurs permettant de prendre des décisions plus pertinentes;
- En dialoguant avec l'émetteur et en ayant accès à toutes les informations utiles, y compris confidentielles, pour forger le jugement, le recours à une agence de notation présente également un intérêt pour l'émetteur puisque la note synthétise des éléments qu'il ne veut pas et ne peut pas divulguer. En outre, l'échange unique avec l'agence de notation se substitue à une multiplication d'entretiens particuliers avec chacun des investisseurs potentiellement intéressés par l'émission;
- Les notes attribuées sont ou non un gage de confiance pour le marché. Elles ont donc directement une influence sur la valeur interne de l'entreprise, de l'État ou de n'importe quelle structure notée ;
- les agences de notation ont un rôle de «quasi-régulateur» du fait que les réglementations financières se réfèrent directement aux notations des agences pour imposer aux investisseurs la qualité des titres qu'ils peuvent acheter ou détenir.

Les agences de notation représentent donc un outil incontournable dans le monde ainsi qu'un rouage essentiel des marchés financiers. Leur rôle est crucial : elles tentent de mesurer le risque de non-remboursement des dettes que présente l'emprunteur.

De même qu'un guide gastronomique indique les bonnes tables aux gourmets les plus exigeants, les agences de notation financière fournissent aux investisseurs des informations sur le risque de défaillance d'un émetteur et sur son incapacité à honorer ses obligations financières. Cette pratique est avantageuse pour toutes les personnes amenées à signer des contrats avec la société (fournisseurs, clients, employés, ...), donc intéressées par ces informations.

3. Critiques des agences de notation

Les agences de notation sont la cible de plusieurs critiques croissantes ces dernières années pour la qualité de leurs recherches. De nombreux observateurs affirment qu'elles sont trop lentes pour repérer les tendances négatives des émetteurs qu'elles suivent, et révisent leurs notations trop tard. Il y a aussi des conflits d'intérêts car les émetteurs sélectionnent et payent les agences de notation pour leurs obligations. Les reproches formulés à leurs égards ne cessent d'accroître.

Il y a tout d'abord le problème lié à la subjectivité; Quelle que soit, en effet, la sophistication des méthodes et modèles utilisés pour produire leur notation, cette dernière reste une opinion qui repose sur une part de subjectivité. Les agences ne peuvent, dans l'absolu, être tenues pour responsable de l'utilisation que les agents économiques font des notes qu'elles donnent.

Une deuxième critique, beaucoup plus ancienne, est relative à leur lenteur de réaction. Les investisseurs apprécient en effet par eux-mêmes la qualité des titres de créances émis par les entreprises. Ces appréciations transparaissent dans les prix des obligations observés sur les marchés boursiers, prix qui font ressortir un *spread* de crédit. Les variations de *spread* sont donc pour l'essentiel synonymes de variations du risque perçu par les investisseurs. L'observation de l'évolution des *spreads* obligataires indique, depuis de nombreuses années, que les réactions des investisseurs anticipent le plus souvent les annonces des agences, qu'il s'agisse d'une modification de *rating* ou d'une mise sous surveillance.

Une autre principale critique concerne leur système de facturation qui favorise l'émergence de conflits d'intérêts entre l'émetteur et les agences de notation. De plus en plus, les critiques appellent à la régularisation des rapports entre les agences et les émetteurs pour conserver et renforcer la sécurité des investissements. Même si les agences ont un devoir de neutralité, elles sont rémunérées par l'entreprise émettrice ce qui remet fortement en cause leurs jugements.

En effet ces dernières font payer l'évaluation à l'émetteur de titres. Elles peuvent donc être tentées de bien noter leurs clients afin de les « fidéliser » et de gagner des parts de marché. De plus, l'inélasticité de la demande et la structure oligopolistique du marché de la notation contribuent fortement au phénomène du shopping rating. Celui-ci consiste de la part de l'émetteur à mettre en concurrence les agences de notation et à sélectionner les plus conciliantes à donner un bon « rating ».

Une deuxième grande critique faite aux agences de notation est, qu'elles sont toutes américaines et sont donc soupçonnées de se laisser influencer par des conflits d'intérêts d'ordre politique et économique et d'influencer, en faveur des Etats-Unis, la politique européenne.

On leur reproche également de ne pas avoir vu venir toutes les dernières différentes crises : la crise financière asiatique de 1997-1998, celle de l'Argentine en 1997, la bulle internet et la faillite d'ENRON de 2001¹⁵³, elles auraient sous-estimé jusqu'au dernier moment les risques de défaut de paiement. Plus près de nous, lors de la crise des subprimes, les agences donnaient de très bonnes notes à certains actifs quelques semaines seulement avant qu'ils soient qualifiés de toxiques.

Ces conflits d'intérêts majeurs d'ordre économique et politique sont en partie la résultante d'un certain nombre de failles telles que le manque de transparence des critères de notation, l'utilisation de méthodes inappropriées et une dé-régularisation poussée du secteur.

¹⁵³ Les agences de notation ont sous-estimé la situation financière d'ENRON et n'ont revu à la baisse leur notation que quatre jours avant la faillite du géant de l'énergie.

Ceci dit, en décembre 2004, l'organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV) a publié un code définissant les principes relatifs aux activités des agences de notation de crédit. Ce document a pour objectif de renforcer la protection des investisseurs, l'équité du marché, l'efficacité et la transparence, et de réduire le risque de conflits d'intérêt et autres opérations internes mettant en danger l'intégrité et la qualité des notations des ANF. Cependant, les agences de notation appliquent le code de l'OICV seulement à titre volontaire.

Le manquement des agences de notation de découvrir la valeur vraie des valeurs, qui plus tard ont été marquées "ordures" (junk), a eu comme conséquence des appels pour une plus grande réglementation du secteur. Malgré quelques divergences initiales sur le partage des compétences, les gouvernements de l'UE et le Parlement européen ont appuyé une ligne dure et ont soutenu le plus grand contrôle d'un secteur d'une valeur estimée de presque 4 milliards d'euros, qui est dominé par les multinationales américaines.

Section 2 : Les principales agences de notation

Comme nous avons pu le voir dans la partie historique, les premières agences de notation datent du XIX^{ème} siècle. Avec l'avènement du chemin de fer aux Etats-Unis, les compagnies ayant besoin de financement se sont multipliées et en 1860, Henry Varnum POOR eut l'idée de classer ces valeurs nouvelles afin de mieux éclairer les épargnants. Ce n'est qu'au siècle suivant, que naquit l'agence STANDARD & POOR'S en 1941. Les agences de notation apparurent en 1909, lorsque Moody's, agence éponyme, devint la première société à attribuer des notes (ou *ratings*) aux compagnies ferroviaires : de Aaa pour les firmes considérées comme les plus solvables à F pour celles en défaut de paiement. À partir du milieu des années 1910, Standard Statistics, Poor's puis Fitch se lancèrent à leur tour dans la « notation *corporate* ». En 1918, Moody's innova à nouveau en attribuant des notes aux États : le « rating souverain » naquit alors.

Trois principales agences se partagent, ainsi, l'activité de notation dans le monde : Standard and Poor's, Fitch et Moody's. Elles sont chargées d'évaluer, contre rémunération, le risque de solvabilité des entreprises, des États, des collectivités ou d'une opération (emprunt, obligation, produits financiers). En même temps que se développait la globalisation financière dans les années 80, leur sphère d'influence s'est étendue aux pays européens. Aujourd'hui, toutes les agences de notation sont des organismes privés et indépendants,

Ces trois agences concentrent à elles seules plus de 90 % du marché alors que 75 agences étaient répertoriées dans le monde en avril 2010. La forte concentration résulte de barrières importantes à l'entrée. Tout d'abord, et ce depuis 1975, les agences américaines doivent obtenir un agrément délivré par la SEC, appelé statut NSRO¹⁵⁴. D'autre part, afin d'être crédibles, ces agences doivent acquérir une bonne réputation, ce qui ne peut se réaliser qu'à travers une forte expérience. Enfin les investisseurs préfèrent ne pas multiplier les intervenants et ont tendance à rester fidèles à leur agence de notation.

Bien que les notations soient d'évidence leur activité principale, de nombreuses agences de notation profitent de leur expérience en matière d'évaluation des risques pour proposer d'autres services financiers.

¹⁵⁴ Nationally Recognized Statistical Rating Organizations: Le statut NRSRO, créé en 1975, résulte de la réglementation de l'activité de notation entamée par la SEC (Securities and Exchange Commission), le régulateur américain. En effet, il s'agit pour cette autorité de reconnaître à certaines agences, la crédibilité de leur notation. Le NRSRO dresse la liste des agences dont les notations sont susceptibles d'être utilisées dans les réglementations financières.

1. Moody's Corporation

« Moody est un composant essentiel des marchés mondiaux des capitaux qui fournit des notations de crédit, des recherches, des outils et des analyses qui contribuent à la transparence et l'intégration des marchés financiers. MOODY'S CORPORATION est la société mère de « Moody's Investors Service », qui fournit des notations de crédit et de recherche couvrant les instruments de créance et des titres, et « Analytics Moody », qui offre des logiciels de pointe, des services de conseil et de recherche pour le crédit et l'analyse économique et financière pour la gestion des risques. La société, qui a enregistré des revenus de 2,3 milliards de dollars en 2011, emploie environ 6 700 personnes dans le monde et maintient une présence dans 28 pays»¹⁵⁵.

1.1. Présentation générale de la société

Créée en 1909 par John Moody (1868-1958), l'agence Moody's fait de la notation standardisée des grandes entreprises et de l'analyse financière d'organes gouvernementaux et de grandes entreprises commerciales.

John Moody était un entrepreneur visionnaire et un analyste financier. Dès 1900, il publiait un manuel de statistiques sur les actions et les obligations cotées aux États-Unis et fut le premier, en 1909, à synthétiser ses analyses sur le secteur ferroviaire sous la forme de notes alphabétiques. Le 1er juillet 1914, il déposa les statuts de Moody's Investors Service et inventa par la même occasion un nouveau métier : celui d'agence de notation. Dix ans après sa création, la petite entreprise de John Moody couvraient pratiquement l'intégralité du marché obligataire américain.

Moody's compte parmi ses actionnaires institutionnels Berkshire Hathaway, le holding de Warren BUFFETT et Davis Selected Advisors. Elle détient 40% de parts au niveau mondial dans le secteur de l'estimation de crédit. C'est elle qui a historiquement instauré le triple A et la graduation de A à C.

« Depuis le 7 août 2007, Moody's a adopté une nouvelle organisation opérationnelle avec deux divisions d'exploitation distinctes : Moody's Investors Service (MIS) qui se charge des services de notation financière et des services auxiliaires et Moody's Analytics, qui regroupe l'ensemble des activités et des services n'ayant aucun rapport avec le processus de notation de crédit comme Moody's KMV¹⁵⁶, Moody's Economy.com¹⁵⁷, Moody's Wall Street Analytics¹⁵⁸, ainsi que les ventes et le marketing pour l'ensemble du groupe »¹⁵⁹.

¹⁵⁵ <http://www.moody.com/Pages/atc.aspx>, 30/06/2013.

¹⁵⁶ Cette filiale de Moodys a développé une activité de consultant en matière d'analyse crédit auprès des banques.

¹⁵⁷ Moody's Economy.com est un département économique spécialisé dans l'analyse du risque de crédit et la fourniture de bases de données.

¹⁵⁸ Wall Street Analytics propose des outils informatiques d'analyse des financements structurés.

¹⁵⁹ Autorité des Marchés Financiers : «Rapport 2008 de l'AMF sur les agences de notation», Paris, 22 janvier 2009.

1.2. Produits et services offerts

A travers ses deux principales filiales « Moody's investors services » et « Moody's Analytics », Moody's Corporation offre une multitude de services dans divers secteurs et à plusieurs catégories d'investisseurs.

➡ Moody's investors service :

Moody's Investors service est un fournisseur leader de cotes de crédit, de recherche et d'analyse des risques. Il s'agit d'une société active dans l'analyse financière d'entreprises commerciales et d'organes gouvernementaux. Les notes et les analyses de cette firme couvrent plus de 110 pays, 11.000 émetteurs privés, 22.000 émetteurs publics et 94.000 obligations financières structurées¹⁶⁰.

Le processus de notation de moody's implique un dialogue actif et permanent entre l'émetteur et les analystes. Une fois publiés, les notations Moody's sont constamment surveillés et mises à jour par des dialogues et des rencontres régulières, au cours des quels les émetteurs sont encouragés à soulever des préoccupations et de présenter tous les documents qui sont pertinents pour l'analyse.

➡ Moody's Analytics :

Fournisseur de solutions de gestion des risques, Moody's Analytics aide les marchés financiers et les professionnels de la gestion des risques de crédit dans le monde entier à répondre à un marché en évolution avec confiance. La société offre des outils uniques et des meilleures pratiques pour mesurer et gérer les risques grâce à une expertise et une expérience dans l'analyse de crédit, la recherche économique et la gestion des risques financiers.

Les principaux services offerts dans ce domaine sont :

- Le credit research et la mesure du risque ;
- Les analyses des économies et des crédits à la consommation ;
- L'évaluation et analyses structurées ;
- La gestion des risques des entreprises ;

2. Standard and Poor's

« L'origine de Standard and Poor's (S&P) remonte à deux sociétés américaines de renseignements financiers : « Poors Publishing » fondée en 1860 et le « Standard Statistics Bureau » fondé en 1906¹⁶¹. Les deux sociétés fusionnèrent en 1941 pour donner naissance à la société Standard and Poor's qui fut rachetée en 1966 par le groupe McGraw-Hill.

¹⁶⁰ <http://www.moodys.com/Pages/atc.aspx>, le 30/06/2013.

¹⁶¹ J-F DE POLIGNAC, op.cit, p127.

2.1. Présentation générale de la société

Filiale du groupe McGraw-Hill, l'agence de notation Standard & Poor's ne représente qu'une partie des activités de ce holding qui est coté sur le NYSE et qui exerce par ailleurs des activités dans l'édition et le secteur de l'éducation.

L'agence Standard & Poor's propose des analyses financières surtout en ce qui concerne les obligations et les actions, son indice boursier américain, le S&P 500 est très connu. Il a d'ailleurs son équivalent au Canada, le S&P TSX, et en Australie, le S&P 200.

« Elle note plus de 280 000 entités dans une centaine de pays et emploie 8 500 salariés. La partie notation emploie actuellement plus de 1800 personnes dans 23 bureaux différents, dont environ 350 analystes en Europe regroupés dans 7 bureaux. Au niveau européen, l'agence noterait 384 entreprises et 502 institutions financières, 2 200 émetteurs en Europe dont 350 en France parmi lesquels quasiment toutes les entreprises du CAC 40»¹⁶².

Outre l'activité de notation de crédit, Standard & Poor's est aussi un fournisseur de bases de données. En 2007, Standard & Poor's a ajouté au réseau « Zone EMEA » des bureaux en Afrique (Johannesburg) et au Moyen-Orient (Dubai) et a acquis l'agence de notation israélienne MAALOT.

Standard&Poor's a développé en 2002 un produit de notation relatif à la gouvernance des entreprises (le Corporate Governance Score) qui reflète l'évaluation des pratiques et des politiques de gouvernance d'une entreprise, et de l'importance accordée aux intérêts financiers des parties prenantes de l'entreprise avec une attention particulière aux intérêts des actionnaires. Elle publie 48 fois par an une lettre d'information hebdomadaire d'analyse du marché boursier intitulée « The Outlook ».

2.2. Produits et services offerts

Avec des bureaux dans 23 pays et une histoire qui remonte à plus de 150 ans, Standard & Poors est connue des investisseurs dans le monde entier comme un leader du marché financier.

Les produits et services de Standard and Poor's sont offerts à travers ses trois principales filiales, à savoir : Standard and Poor's rating services, Standard and Poor's Dow Jones Indices et Standard and Poor's Capital IQ.

¹⁶² www.standardandpoors.com, le 03/07/2013.

➤ Standard and Poor's rating services :

Cette branche de Standard and Poor's est exclusivement spécialisée dans la notation des crédits, des entreprises, des institutions financières, des Etats et collectivités locales et des produits structurés. Elle note plus de deux cent, quatre vingt mille (280 000) entités dans différents pays et emploie un nombre important d'analystes.¹⁶³

➤ Standard and Poor's Dow Jones Indices

Principal fournisseur mondial d'indices, regroupant une grande variété d'indices de référence pour répondre à un éventail de besoins chez les investisseurs. Plus de 1,25 billions de dollars sont directement indexés dans la famille de Standard & Poor's indices, qui comprend le S & P 500, le plus suivi au monde, l'indice boursier S & P / Case-Shiller, indices des prix à la maison qui représente la mesure principale du prix des maisons aux États-Unis, l'indice S & P Global BMI qui comprend environ 11.000 électeurs, l'indice des marchandises S&P GSC, et le S & P National AMT-Free Municipal Bond Index étant l'indice de référence pour les obligations municipales américaines.

➤ Standard and Poor's Capital IQ

S & P Capital IQ, une marque de The McGraw-Hill, est un fournisseur leader de données multi-asset class, de recherches et d'analyses pour les investisseurs institutionnels, les conseillers en placement et les gestionnaires de fortune dans le monde entier. Il fournit une vaste gamme de fonctions conçues pour améliorer les performances de portefeuille, générer de l'alpha, identifier du commerce et des idées nouvelles d'investissement. Ces fonctions permettent aussi d'effectuer une analyse des risques et des stratégies de son atténuation.

3. Fitch rating

Fondée en 1913¹⁶⁴, Fitch connût un lent déclin après 1940; sa renaissance date de 1989 avec une recapitalisation, un accroissement de sa profitabilité par le développement de l'activité des financements structurés et enfin son rachat en 1997 par la holding française FIMALAC.

« Fitch Ratings est une agence de notation internationale de premier plan offrant aux places financières du monde entier des opinions indépendantes sur des questions d'actualité ainsi qu'à caractère prospectif, concernant la qualité de crédit des émetteurs de dette et leur secteur. L'agence, qui s'est développée par croissance interne et par acquisitions stratégiques, a connu une

¹⁶³ Voir le nombre d'employés et d'autres statistiques dans la page précédente.

¹⁶⁴ http://fr.wikipedia.org/wiki/Fitch_Ratings, le 05/07/2013.

croissance rapide au cours des dix dernières années, durant lesquelles elle s'est assurée une forte présence dans le monde entier et sur tous les segments des marchés de taux»¹⁶⁵.

3.1. Présentation générale de la société

Fitch Ratings Ltd a été créée en 1913 à New York par John Knowles Fitch. Elle a ensuite fusionné avec une société anglaise ce qui a eu comme conséquence de la faire passer sous le contrôle de FIMALAC, une holding française, qui se positionna parmi les leaders du secteur en rachetant deux entreprises américaines de Chicago (Duff & Phelps et Credit Rating Co) et Thomson BankWatch.

Fitch Group, est possédée à hauteur de 80 % par la société française FIMALAC. Elle a deux sièges, l'un à New York, l'autre à Londres. Fitch Group a fusionné en 1997 avec la société britannique IBCA, spécialisée dans la notation des banques. Fitch-IBCA a ensuite racheté en 2000 la quatrième agence de notation américaine, Duff & Phelps, et Thomson BankWatch, agence également spécialisée dans la notation des banques. Début 2006, FIMALAC a cédé à Hearst Corporation 20% de Fitch Group, qui détient les sociétés Fitch Ratings, Fitch Training et Algorithmics. En avril 2007, Fitch a pris une participation majoritaire dans Korea Ratings.

En Europe continentale, Fitch exerce son activité à travers des filiales, toutes détenues par la filiale anglaise Fitch Ratings Ltd, elle-même détenue par Fitch Inc. L'agence emploie 2 361 personnes dans le monde, dont 1 322 analystes et note plus de 154 000 émetteurs ou entités (hors Etats), offrant aux places financières du monde entier des opinions de crédit indépendantes, rapides et prospectives.

3.2. Produits et services offerts

Fitch rating offre une gamme de produits de pointe et des services de perfectionnement professionnel à la communauté financière mondiale. Elle distribue des notations, des données d'évaluations ainsi que des recherches financières à travers une variété de plates-formes flexibles. Elle est spécialisée dans les produits et services obligataires à destination des marchés financiers.

« En 2011, Fitch Solutions a encore élargi son offre de produits et enrichi notamment ses services d'estimation et de valorisation avec une nouvelle famille d'indices CDS¹⁶⁶ internationaux. Outre les améliorations régulièrement apportées à ses produits, Fitch Solutions cherche activement à

¹⁶⁵ <http://www.fitchratings.fr/default.aspx?Page=presentationdelasociete>.

¹⁶⁶ Les Credit default swaps (CDS), sont des contrats de protection financière entre acheteurs et vendeurs, qui furent développés par le département dérivés de crédit dirigé par Blythe Masters à partir de 1994 au sein de la banque JP Morgan.

maximiser la distribution du contenu de la recherche de Fitch Ratings et à soutenir l'expansion stratégique de sites spécialisés»¹⁶⁷.

- ➡ Fitch recherches ce produit est un service d'abonnement en ligne qui fournit des notations et de la recherche ainsi que les principaux outils d'analyse et de surveillance continue ;
- ➡ Analyses des risques et performances : ce produit regroupe plusieurs services qui sont offerts à différentes institutions et plus précisément les banques à travers des bases de données intégrées et des plateformes d'analyses permettant de faciliter l'analyse des crédits et la gestion des risques ;
- ➡ Corporate rating : ce service fournit des notations publiques et privées sur les entreprises et leurs titres de créance y compris la dette senior et subordonnée, le papier commercial, les actions privilégiées et les prêts bancaires ;
- ➡ Banks Rating: ce produit a permis de faire de Fitch Ratings un leader de l'industrie de la notation de la couverture des crédits bancaires ;
- ➡ Finance et leasing rating: Fitch financing&leasing analyse le financement commercial et le leasing ;
- ➡ La notation souveraine : Fitch effectue des recherches de crédit et attribue, pour plus de quatre vingt (80) pays ;
- ➡ La notation des produits structurés : ce service est basé sur l'analyse de diverses opérations en Europe et en Afrique couvrant les obligations assorties de suretés, les titres adossés à des actifs, les titres commerciaux hypothécaire ainsi que l'analyse de la performance.

L'agence publie actuellement des notations sur plus de 2 200 émissions d'entreprises, 100 émissions d'État et 200 émissions d'autorités territoriales, 550 émissions de financements d'infrastructures et 45 000 émissions municipales aux États-Unis. Fitch Ratings suit également plus de 8 800 émissions de financement structuré à travers le monde.

¹⁶⁷ <http://www.fimalac.com/fitch-ratings.html>, le 13/07/2013.

Section 3 : Déontologie des agences de notation

De plus en plus, les critiques appelaient à la régularisation des rapports entre les agences et les émetteurs pour conserver et renforcer la sécurité des investissements. Les agences devaient clarifier leurs méthodes d'analyse et harmoniser les procédures de notation. Une nécessité de transparence se faisait ressentir, apportant de plus en plus de pression avec les innovations financières. En effet, La transparence et l'indépendance des organismes de notation constituent un enjeu crucial pour les marchés financiers.

L'encadrement et la régulation des agences de notation étaient donc devenus nécessaires afin d'assurer un meilleur fonctionnement des marchés et une protection des investisseurs en permettant une plus grande transparence des méthodes de notation et du rôle exacte des agences.

Concernant l'encadrement, l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) a publié en 2004 un code de bonne conduite des agences de notation.

En matière de régulation, par exemple, dès le 10 septembre 2007 le président Sarkozy et la chancelière MERKEL ont rédigé une déclaration commune visant à mieux encadrer les organismes de notation. L'idée étant d'encadrer leur méthodologie plus que leur statut ou leur nombre. L'axe d'amélioration principal revenant le plus souvent consistait à durcir les règles en matière de conflit d'intérêt afin d'éviter que les agences se retrouvent en situation de juge et partie.

Par ailleurs, l'idée d'imposer des standards plus exigeants en matière de contrôle des informations fournies aux agences de notation a également émergé. En avril 2009, le Parlement européen a confirmé un texte réglementaire prévoyant, pour la première fois, un encadrement plus strict et un contrôle obligatoire des agences de notation financière, lesquelles doivent faire la démonstration de plus de transparence. Ces nouvelles règles visent à garantir l'intégrité, la transparence, la responsabilité, la bonne gouvernance et la fiabilité des activités de notation de crédit.

Aux Etats-Unis les agences de notation sont surveillées par la SEC, qui accorde le statut de NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organisation). La communauté européenne s'est également dotée de sa propre réglementation, applicable à partir d'avril 2010. Ce règlement prévoit une procédure d'enregistrement des agences auprès du CESR (Committee of European Securities Regulators), l'obligation d'une plus grande transparence sur les méthodes utilisées, la façon dont les conflits d'intérêt sont gérés, etc. Enfin la réglementation prévoit la création d'une base de données historique, qui devrait permettre de suivre les performances des ratings dans le temps.

1. Encadrement de l'activité des agences de notation

« Les agences de notation de crédit ont permis la banalisation des véhicules de titrisation. Elles ont sous-estimé la probabilité que les émetteurs de certains instruments financiers complexes ne puissent pas honorer leurs dettes. Elles ont tardé à refléter la détérioration du marché de leurs notes. Les agences de notation ont donc été en partie responsables de la tempête que traversent les places financières mondiales et ont exposé les entreprises à un risque sérieux de défiance. Alors que les entreprises doivent à l'heure actuelle maîtriser de multiples risques, celles-ci ont été les premières victimes des professionnels de la notation».¹⁶⁸

Dans ce cadre et afin d'apporter une réponse au risque de la notation, les régulateurs ont réagi en encadrant l'activité des agences de notation par diverses réglementations et contrôles. En effet, par l'intermédiaire de leur autorité boursière, les Etats-Unis ont été les premiers à modifier le cadre réglementaire de l'activité de la notation en 2009, suivi du règlement européen durant la même année. Jusqu'en 2007 aux États-Unis et jusqu'à la crise des subprimes en Europe, le principe de l'autorégulation a prévalu pour renforcer les exigences vis-à-vis des agences de notation.

La loi DODD-FRANK aux États-Unis ainsi que le règlement européen du 16 septembre 2009 (concernant l'Union européenne) sont largement revenus sur l'autorégulation du secteur de la notation. Afin de prévenir les conflits d'intérêts, par exemple, les deux réglementations ont adopté des dispositions astreignantes sanctionnées par le régulateur. Les agences doivent, à ce titre, respecter un ensemble d'exigences organisationnelles et opérationnelles (Sections A et B de l'annexe I du règlement). Elles doivent mettre en place des politiques et des procédures de contrôle interne afin de garantir le respect des obligations prévues par le règlement européen. Un service de la conformité est chargé de superviser cette tâche.

Dans la poursuite de ces réformes, la Securities and Exchange Commission (SEC) s'est prononcée, les 11 et 25 juin 2008, sur une réforme du dispositif législatif qu'elle a adopté au premier trimestre 2009 (SEC, 2009). Elle mît en place, à travers ce dispositif, un encadrement de l'activité des agences de notation s'appuyant principalement sur une gestion pertinente des conflits d'intérêts et d'un renforcement de la divulgation d'informations. L'objectif énoncé étant d'améliorer la qualité du travail des agences de notation reconnues en tant que NRSRO en renforçant leur responsabilité, la transparence des informations et la concurrence dans l'industrie de la notation.

¹⁶⁸ TCHOTOURIAN Ivan : « La réponse de la Securities and Exchange Commission au risque de marché : l'encadrement de la notation », Nantes, 2010.

Par ailleurs, le Parlement européen a adopté le 23 avril 2009 un Règlement mettant en place un enregistrement et une surveillance des agences qui souhaitent voir leurs notes utilisées à des fins réglementaires dans l'Union européenne¹⁶⁹. Ce Règlement est entré en vigueur le 7 décembre 2009 et vise notamment à :

- englober les risques de conflit d'intérêts en exigeant une plus grande indépendance des parties prenantes au processus de notation, en améliorant la gouvernance et le contrôle interne des agences de notation et en instituant des règles de rotation des analystes¹⁷⁰ ;
- améliorer la qualité des notations par une plus grande exigence sur les méthodologies utilisées ;
- rendre plus transparent le processus de notation par une meilleure information de l'entité notée et du marché ;
- doter les autorités compétentes d'un pouvoir de sanction et leur permettre plus généralement d'assurer une supervision des agences de notation.

Suite à la révision du règlement suscité, l'ensemble des pouvoirs d'enregistrement et de contrôle des agences de notation, exercés auparavant par un collège d'autorités nationales de régulation, dont l'AMF, ont été transféré le 1^{er} juillet 2011 à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). L'Autorité exerce trois missions principales au titre de la supervision des agences de notation :

- l'enregistrement des agences souhaitant exercer une activité en Europe, et, le cas échéant, le retrait du certificat des agences ayant enfreint le règlement européen ;
- la conduite d'investigations sur pièces et sur place et la centralisation de l'ensemble des informations transmises par les agences. Elle gère ainsi une base de données normalisée relative aux notes émises, à leurs modifications et à leurs performances passées.

¹⁶⁹ Avant l'adoption de ce règlement, l'Union européenne ne disposait pas de mécanismes d'enregistrement des agences de notation analogue à celui adopté aux Etats-Unis par le Congrès en 2006 (Credit Rating Agency Reform Act) et mis en œuvre par la SEC à partir de juin 2007. Toutefois, **la loi du 1er août 2003 (en France)** avait confié à l'AMF la publication d'un rapport annuel sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers.

¹⁷⁰ Le règlement européen prévoit une rotation progressive des analystes et des membres du comité de notation afin d'éviter que des liens de connivence ne puissent se nouer entre les analystes et les représentants de l'entité notée. Cette rotation s'organise tous les quatre ans pour les analystes en chef, cinq pour les analystes et sept ans pour les membres du comité de notation. Aussi, les analystes ne peuvent en aucun cas se voir confier des fonctions commerciales (négociation tarifaire notamment), qui doivent être bien distinctes (« muraille de Chine ») et leurs rémunération ne doit pas dépendre du chiffre d'affaires généré par l'agence de notation.

2. Règles déontologiques régissant l'activité des agences de notation

Les problèmes de déontologie régissant les agences de notation sont principalement de trois ordres : la transparence de méthodologies des agences, l'interaction entre les analystes au sein des agences et les arrangeurs des produits et le modèle de rémunération basé sur le règlement des services des agences par les émetteurs. En effet, c'est l'émetteur de titres qui exprime une demande à l'agence de faire une notation et c'est lui même qui rémunère les agences, au moment où ce sont les investisseurs qui utilisent ces notations. Cette relation commerciale entre les deux parties pose un problème d'objectivité des notes et un risque d'inciter les agences au laxisme dans la notation des financements qu'elles structurent en étroite coopération avec leurs clients. Les agences de notations sont passées de simples intermédiaires sur le marché à des quasi-régulateurs alors même qu'elles sont sujettes à des conflits d'intérêts.

A cet effet et au vu de l'importance de l'activité des agences de notation et l'impact des notes qu'elles attribuent sur les décisions des investisseurs et par conséquent sur les prix des actions et obligations sur le marché boursier, l'OICV s'est employée, dès septembre 2003, à faire émerger sur le plan internationale des principes communs pour les régulateurs et les acteurs de marché au sujet des agences de notation et ce à travers la publication d'un premier document traitant des principes à mettre en œuvre pour l'activité des agences de notation. Ces principes ont pour finalité l'émergence d'un processus intègre de notation garantissant aux investisseurs des notations régulières et de bonne qualité.

Ces principes concernent quatre objectifs primordiaux qui doivent être atteints par les agences de notation, les émetteurs, les régulateurs et les autres acteurs de marché. Ces objectifs visés sont liés principalement à :

- **La qualité et l'intégralité du processus de notation** : Les agences de notation doivent émettre des opinions qui permettent de réduire l'asymétrie d'information entre les emprunteurs, les prêteurs et les autres acteurs de marché ;

- **L'indépendance et les conflits d'intérêts**. Les décisions des agences de notation doivent être indépendantes et libres de toutes formes de pression politiques ou économiques, de même protégées des conflits d'intérêts qui pourraient naître de la structure actionnariale de l'agence, de la nature de son activité ou de l'intérêt particulier des employés de l'agence. Les agences de notation doivent faire en sorte d'éviter de s'engager dans des activités, des relations et des procédures qui pourraient compromettre l'indépendance et l'objectivité du processus de notation ;

- **Transparence et la réactivité de la publication des notations** : les agences de notations doivent rendre public l'objectif de leurs activités de notation ;

- **Confidentialité de l'information** : Les agences ne doivent pas communiquer au public les informations confidentielles qu'elles détiennent des émetteurs par le biais d'accords de confidentialité.

Pour L'OICV, ces objectifs pouvaient être atteints de manières différentes en fonction des caractéristiques propres à chaque pays par la combinaison des dispositifs législatifs locaux, des régulations exercées par des autorités non gouvernementales et des codes propres à chaque industrie.

Ces principes ont été complétés en 2004 par la publication du « Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies » par l'OICV. Ce code a été conçu comme un référentiel – contenant 52 préconisations – commun à toutes les agences de notation et couvrant les différents domaines des codes internes de bonne conduite. Ce code international a été principalement conçu pour prévenir les conflits d'intérêts, s'assurer que les agences utilisent de manière efficace les méthodologies de notation et que l'information communiquée aux utilisateurs de notations soient suffisamment transparentes.

Le bien-fondé de ce code n'a pas été contesté par les agences. Sur une base volontaire, elles en ont intégré les principales dispositions dans leur code de conduite interne selon le principe du « comply or explain »¹⁷¹.

La responsabilité des agences de notation dans l'émergence et la diffusion de la crise des subprimes a conduit l'OICV à publier en mai 2008 un code actualisé prenant en compte de manière spécifique la notation des produits structurés. Le code actualisé insiste sur l'amélioration de la qualité du processus de notation, la transparence des méthodologies de notation et des données historiques, la prévention des conflits d'intérêts et notamment du rating shopping.

En mars 2009, l'OICV a publié un rapport final, «Review of Implementation of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies ». Ce rapport a consisté à synthétiser les retours de 16 agences de notation au sujet d'un document de consultation publié en Février 2007. L'objet de cette consultation et du rapport final était de déterminer dans quelle mesure les agences de notation avaient intégré les principes du code OICV de 2004, amendé en 2008, dans leurs propres codes de bonne conduite. Parmi les 32 agences de notation qui ont été examinées, l'adoption progressive des principes du code OICV a été relevée, notamment chez les grandes

¹⁷¹ Les agences indiquent dans quelle mesure elles appliquent les règles de bonne conduite et se justifient des règles qu'elles n'entendent pas appliquer.

agences de notation, tandis que leur diffusion aux agences de taille moyenne est plus lente voire absente.

Aux États-Unis, c'est en 2007, à partir de la mise en application du « US Credit Agency reform Act » qu'un mécanisme d'enregistrement des agences, dont l'un des critères est l'existence d'un code de déontologie, a été mis en place. En 2009, la Securities and Exchange Commission (SEC) a renforcé les obligations relatives à la séparation des activités commerciales des activités de notation. L'approche américaine de la régulation repose sur la diffusion d'une information détaillée sur les procédures que l'agence de notation a l'obligation de respecter de façon permanente. Une fois l'information publique, la SEC est chargée de contrôler effectivement l'application des procédures déterminées. Le règlement européen du 16 septembre 2009, et les modifications intervenues en 2011, constituent une déclinaison fidèle et tardive de l'approche américaine, ainsi que du code de conduite de l'OICV : obligation d'enregistrement et respect des règles liées notamment à la prévention des conflits d'intérêts.

En résumé, les agences de notation sont tenues de respecter les règles déontologiques régissant leur activité tout en appliquant le code de conduite édicté par l'OICV. Elles doivent adopter un code de conduite incluant tous les aspects d'intégrité, de transparence, de confidentialité et d'indépendance et ce pour renforcer la confiance du marché en lui permettant de mieux appréhender les notations. Le Code est destiné à préserver l'intégrité du processus de notation, à assurer le traitement équitable des investisseurs et émetteurs ainsi que la confidentialité des informations qui sont communiquées, aux agences, par les émetteurs.

Ceci dit, pour tirer le meilleur parti des notations, le marché doit avoir aussi bien connaissance des caractéristiques des agences que de leurs limites. Il leur incombe de faire preuve de la plus grande transparence possible dans les méthodologies de notation ainsi que les politiques et usages en la matière.

Toutefois, une harmonisation au plan international des règles déontologiques, des procédures de gestion de l'information, des accords de confidentialité et des contrôles internes des agences de notation y compris leur mode de publication mérite d'être considérée.

Section 4 : La rémunération des agences de notation

Le mode de rémunération des agences de notation a connu de profonds changements. Jusqu'au début des années 1970, les notations étaient financées par les investisseurs qui souhaitaient avoir des informations sur la qualité des actifs dans lesquels ils prévoyaient d'investir. La plupart des notations émises étaient donc, non sollicitées par l'émetteur. Le modèle de l'investisseur-payeur (souvent qualifié d'investisseur/abonné payeur) était dominant à cette époque. Ce modèle stipule que l'investisseur s'abonne à l'agence de notation et lui demande de lui fournir les informations, relatives à un titre ou un émetteur, dont il a besoin pour pouvoir prendre ses décisions d'investissement contre le paiement de ce service. On parlait donc lors de cette phase du « modèle investisseur-payeur ». En d'autres termes, entre différents placements possibles, les investisseurs souhaitaient savoir lesquels étaient les moins risqués ou les plus lucratifs. Ils rémunéraient les agences de notation pour cette information en achetant les analyses et les notes émises par les agences concernant des entreprises ou des organismes publics.

Néanmoins, la crise financière au début des années 1970 aux États-Unis et le développement du marché obligataire ont mené à un déclenchement du renversement du modèle de facturation cité supra. Ainsi, un certain nombre d'entreprises émettrices se souciaient d'attirer et de rassurer les investisseurs quant à la qualité des titres qu'elles émettaient ; Elles se sont, à cet effet, retournés vers les agences de notation pour que ces dernières leur produisent des notations pour gagner la confiance du grand public investisseur, suite à quoi Moody's, suivi rapidement de Standard and Poor's, a commencé à facturer les émetteurs soucieux. Le modèle de rémunération des agences de notation avait donc commencé à être transformé pour passer à un modèle « émetteur-payeur ».

De fait, soit ce sont les investisseurs qui paient pour connaître la note d'une entreprise, ce qui de facto, ferait disparaître le caractère public des notes, soit les agences deviennent un service public dans lequel les investisseurs paient un forfait pour un service qu'ils seraient obligés d'accepter et qui soit principalement rémunéré par l'émetteur qui demande la notation.

Dans son ouvrage, Norbert Gaillard¹⁷² indique que la plupart des notations émises avant 1970 sont non sollicitées : « Elles étaient émises sans le consentement des émetteurs. Les diagnostics des agences étaient alors fondés sur les informations obtenues de divers organismes tels que les institutions internationales, le département au Commerce américain, les ambassades américaines,...etc». ¹⁷³ Mais la donne a changé avec la crise économique.

¹⁷² Norbert Gaillard est économiste et consultant indépendant. Il est l'auteur de deux ouvrages : Les agences de notation (La Découverte, collection Repères, 2010) et A Century of Sovereign Ratings (Springer, 2011).

¹⁷³ N. GAILLARD : «Les agences de notation », p 39, Editions La Découverte, février 2010.

1. Le système « émetteur payeur »

En fait, Les agences ont longtemps tiré leurs revenus de la vente de leurs manuels aux investisseurs, mais en 1967, tout bascula. Suite à une dégradation de sa note par S&P, la ville de New York mît en cause l'agence, affirmant que ses méthodes de travail sont discutables et que ses notations reflètent mal la réalité. L'agence pris alors la municipalité au mot : elle admit qu'elle était en sous-effectif mais y remédia en augmentant ses revenus. Elle annonça donc que les collectivités locales devaient désormais lui verser des honoraires pour obtenir un rating. Moody's lui emboîta le pas et changea intégralement son mode de rémunération en 1970.

De leur côté, les agences justifient la modification de leur mode de financement par le fait que les entreprises et les États bénéficient des retombées financières d'une bonne notation et qu'il est approprié qu'ils s'acquittent des frais d'analyse associés. Elles expliquent également que la complexification du système financier dans la deuxième moitié du XXe siècle a induit des coûts d'analyse croissants pour les agences que les investisseurs seuls ne sont pas prêts à supporter.

Par ailleurs, la complexification croissante des marchés financiers, avec notamment l'essor des produits structurés¹⁷⁴, a accompagné et encouragé le développement du modèle de l'émetteur-payeur qui est ainsi devenu le modèle dominant, le modèle de l'investisseur/abonné payeur n'étant plus utilisé que par des plus petites agences de notation.

Ce changement de business model a permis à S&P et Moody's d'accroître de façon extraordinaire leurs bénéfices. Moody's a enregistré ainsi des profits records pour les exercices 1973, 1974 et 1975. Au même moment, les bénéfices avant impôts de McGraw-Hill, propriétaire de S&P, sont passé de 2,9 millions de dollars en 1974 à 4 millions en 1975. Cette croissance s'est poursuivi au cours des années suivantes durant lesquelles le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel de Moody's ont marqué des augmentations annuelles de l'ordre de 17 % entre 1981 et 2000¹⁷⁵.

Les agences ont en fait régulièrement augmenté leurs honoraires au fur et à mesure que se développaient les marchés obligataires et ont de ce fait détenu un pouvoir de facturation dans les mains. Le 27 février 2012, douze des plus grandes entreprises allemandes ont adressé un courrier à Standard and Poor's dans lequel elles soulignent une augmentation significative de l'ordre du double par rapport aux années précédentes, de la tarification opérée par l'agence. Les révoqueurs estiment également que cette situation souligne le caractère monopolistique du marché de la notation puisque les émetteurs ne peuvent contester ces tarifs. Cette augmentation des tarifs a aussi

¹⁷⁴ Moyennant rémunération, les agences de notation participent à la création des produits structurés ainsi qu'à leur évaluation.

¹⁷⁵ Moody's, Rapport annuel 2000.

fait l'objet de contestations par plusieurs émetteurs. Tout comme leurs homologues allemands, ils ont fait part d'une certaine impuissance face à cet état de fait.

En fait, selon plusieurs témoignages, il existe une piste de négociation des tarifs avec les agences de notation mais cette capacité de négociation est d'autant plus forte que la note de la société est élevée. Autrement dit, plus l'entreprise est susceptible de mettre fin à la relation commerciale et donc sa notation, sans risque d'un préjudice de réputation et plus l'agence est attentive à la modération de ses frais.

Les révocations des sociétés allemandes ont été conçues comme un premier signal envoyé au marché. Ces entreprises ont fait savoir qu'elles pouvaient abandonner la notation par Standard and Poor's et que cette décision n'est pas la conséquence d'une divergence d'analyse sur la note elle-même. Toutefois la conclusion, de ces entreprises, stipulait que chacune d'entre elles pouvait entreprendre des actions individuellement; ce qui témoignait de la réticence des émetteurs à engager de telles actions. En effet, il n'était pas évident qu'elles puissent obtenir des conditions tarifaires meilleures auprès des agences concurrentes.

Concernant les émetteurs publics, leur situation est un peu différente vu qu'ils doivent se conformer au droit de la commande publique, dans lequel le prix joue un rôle déterminant dans le choix du prestataire.

Quatre vingt dix pour cent (90%) du chiffre d'affaires des agences de notation provient des entités notées. Ce modèle économique donne une haute rentabilité aux agences. Moody's a réalisé une marge opérationnelle (résultat opérationnel rapporté au chiffre d'affaires) de 39% en 2011. Standard & Poor's 43% sur le premier trimestre 2011 et Fitch de 58% sur l'exercice décalé 2010/2011.

2. Le système « investisseur-payeur »

Dans ce modèle économique ce ne sont pas les émetteurs qui payent pour être notés mais les investisseurs qui utilisent cette notation pour murir leurs décisions d'investissement. Ainsi, les utilisateurs, c'est-à-dire en pratique toutes les entités détenant des obligations, paieraient les agences agréées pour leur notation auxquelles ils seraient liés par contrat.

Le modèle « investisseur-payeur » est le modèle qui prévalait lors de la création des agences de notation. Il est en effet logique que les utilisateurs définitifs de la note soient ceux qui payent pour ce service. Toutefois, à compter des années 1970, Moody's suivi par Standard and Poor's ont basculé dans le modèle « émetteur-payeur » sous l'effet de deux phénomènes :

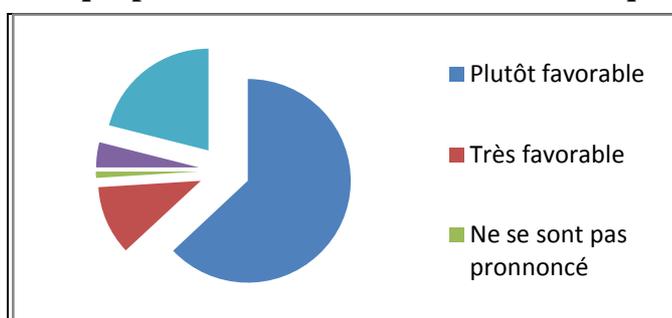
- Le premier est lié au développement technologique, notamment l'internet, qui a permis de diffuser l'information de plus en plus facilement ;
- Le second tient au développement de l'importance du marché obligataire comme moyen de financement efficace des entreprises et à l'attention de plus en plus affirmée par les émetteurs à leur notation, soucieux d'attirer et de rassurer les investisseurs.

Même si ce modèle a fonctionné pendant les premières années de la création des agences de notation et malgré les avantages qu'il présente, du fait qu'il évite le conflit d'intérêt du système émetteur- payeur, il ne reste sans risques qui résident d'un coté, dans le fait que l'information achetée sur une base privative devienne publique et d'un autre coté qu'à l'inverse, l'information privée ne soit la source de délits d'initié puisque l'agence reçoit des données confidentielles. En effet, même retraitées et synthétisées sous forme d'une note, ces données seront à la disposition exclusive des investisseurs ayant rémunéré l'agence.

Par ailleurs, un investisseur peut tout à fait avoir intérêt à la dégradation ou à l'amélioration d'une note. Le placement sera d'autant plus intéressant que la note est basse car elle conduit à une rémunération élevée. À l'inverse, si un investisseur cherche à revendre une obligation de mauvaise qualité, il voudra qu'elle soit notée de la manière la plus élevée possible pour qu'elle soit vendue au meilleur prix. Ce qui présente, dans les deux cas, un autre risque de ce système.

En France, une enquête, relative au système de rémunération préféré, a été menée par l'IFOP¹⁷⁶ auprès d'un échantillon de trois cent cinquante deux (352) investisseurs professionnels¹⁷⁷ utilisant la notation dans le cadre de leurs activités. Les résultats, comme l'indique le graphique ci-dessous, corroborent que le souhait de la grande majorité, à savoir soixante quatorze pour cent (74%), est favorable au modèle investisseur-payeur.

Graphique: Approbation du financement de la notation par les investisseurs plutôt que par les émetteurs «Résultats de l'enquête»



Source : Document IFOP

¹⁷⁶ Institut Français d'Opinion Publique.

¹⁷⁷ Entreprises du secteur financier et de l'assurance concernés par les notes des agences.

De son côté, Markus Krall, qui porte le projet du cabinet de conseil Roland Berger de création d'une nouvelle agence de notation, explique que ce modèle est le seul valable à ses yeux, notamment parce qu'il crée une relation juridique entre investisseur et agence de notation permettant ainsi de faciliter l'engagement de la responsabilité civile de cette dernière. Il indique, toutefois, que le modèle « investisseur-payeur » ne peut fonctionner qu'à la condition d'obliger les investisseurs à acheter une note auprès d'une plateforme à chaque fois qu'ils réalisent une opération sur le marché primaire.

Par ailleurs, outre la notation de titres de dette, l'aide à la conception et l'évaluation de produits structurés, les agences peuvent encore compter sur une troisième source de financement, provenant de la vente d'informations statistiques, d'études et de fichiers.

Nous pouvons donc résumer les ressources des agences de notation en trois principales ressources :

- D'une part, elles sont rémunérées par les entités qui sollicitent d'être évaluées dans le but d'obtenir des capitaux sur les marchés financiers¹⁷⁸, c'est notamment le cas d'entreprises cotées en bourse ;
- D'autre part, leurs revenus se sont fortement accrus grâce aux produits structurés dont le développement a été considérable. Moyennant rémunération, les agences participent à leur création en même temps qu'à leur évaluation.
- La troisième source de financement provient de la vente d'informations statistiques, d'études et de fichiers. « En effet, pour mener à bien leur activité les agences doivent approfondir constamment leur réflexion et avoir recours à des travaux de recherche pointus : études sur le contexte économique, modèles mathématiques pour construire leurs produits financiers et en évaluer le risque, statistiques de défaut sur des groupes d'émetteurs ainsi que la constitution de bases de données. L'information se diffuse via un système de souscription particulièrement coûteux¹⁷⁹ ».

¹⁷⁸ Comme nous l'avons déjà évoqué, les services aux émetteurs d'obligations sont devenus payant fin des années 60 – début des années 70. Ils représentent environ 75% des ressources des agences.

¹⁷⁹ « Les grandes agences de notation internationales : leur rôle annoncé dans la crise, vers quelle régulation ? », les Cahiers Lasaire n° 38 – juillet 2009.

CHAPITRE IV: IMPORTANCE DE LA NOTATION POUR LES MARCHES OBLIGATAIRES

Depuis plus d'une vingtaine d'années, on assiste à un développement très rapide de la notation dans la quasi-totalité des marchés de capitaux, notamment les marchés obligataires. En effet, son rôle a grandi avec celui des marchés obligataires et ce face à la demande d'investisseurs toujours plus désireux de bénéficier d'une information financière plus facile, plus complète et plus fiable. « La notation est donc devenue maintenant un acteur du marché à part entière ».¹⁸⁰

Une telle évolution ne peut être que représentative du chemin traversé dans la reconnaissance par les acteurs du marché de l'importance que revêt la notation mais aussi, d'un déficit d'informations, notamment dans les milieux les plus avertis qui ignorent les objectifs, les techniques et les pratiques de cette dernière.

L'objectif initial est de permettre à un investisseur de connaître le niveau de risque de l'entité dans laquelle il investit ses fonds, et d'exiger un niveau de rémunération en adéquation avec ce risque selon le principe suivant : plus l'entreprise risque de faire faillite, plus la note est basse et plus le taux d'intérêt est élevé. Cette transparence informationnelle modifie donc les relations d'agence entre les dirigeants et leurs créanciers, mais aussi leurs actionnaires, ce qui tendrait à diminuer leur marge de manœuvre dans la mise en place de leurs décisions d'investissement, en particulier les opérations de grandes envergures comme les rachats de sociétés.

Présentement, les services de notation assurés par les agences participent, selon la plupart des participants aux marchés de capitaux, à la réduction des asymétries d'information et offrent un moyen de mutualiser le coût de l'analyse du risque de défaut. De ce point de vue, la notation joue un rôle généralement reconnu comme utile pour faciliter le financement des entreprises et des autres entités notées. De fait, à la suite de l'utilisation de leurs notes dans un nombre progressif de clauses contractuelles, « rating triggers », et de mécanismes réglementaires (notamment dans le cadre de la réforme du ratio de solvabilité Bâle II, l'importance de la notation financière dans les marchés a eu récemment à augmenter significativement, se traduisant pour les agences par une croissance constante de leur activité (pour Moody's, plus de 20 % par an en moyenne sur les cinq dernières années) et par des marges d'exploitation spectaculaires (toujours pour Moody's, dépassant 50 % lors de chacun des trois derniers exercices publiés).

De ce fait, le rôle que joue la notation sur les marchés est généralement très positif, tant pour les investisseurs que pour les émetteurs. Elles fournissent aux investisseurs une information qui les aide à évaluer les risques présentés par un titre particulier. Et elles contribuent à abaisser le coût

¹⁸⁰ J-F DE POLIGNAC, op.cit, p117.

supporté par les émetteurs pour lever des capitaux (du moins pour ceux d'entre eux qui reçoivent une note favorable). En parallèle, l'influence de la notation sur les émissions de dette souveraine par les États, notamment dans les économies dites émergentes, s'est également renforcée.

En effet, la notation est devenue un préalable indispensable à la recherche de financements externes sur les marchés de valeurs mobilières. La note de crédit obtenue par un émetteur détermine les taux d'intérêts qu'il devra proposer pour obtenir un financement externe. De plus, les notes de crédit sont de plus en plus souvent utilisées dans les dispositions contractuelles relatives à l'interruption de facilités de crédit, à l'accélération des remboursements ou à la modification d'autres conditions créditrices.

D'autre part, plusieurs législations nationales stipulent aujourd'hui que certains produits d'investissement ne peuvent être placés que si leur émetteur peut démontrer qu'il jouit d'un certain niveau de qualité de crédit tel qu'il ressort d'une note décernée par une agence de notation reconnue.

En ce qui concerne la titrisation, le processus de notation fait partie intégrante de la structuration du produit. L'intervention de l'agence se situe plus en amont et la notation est non pas un résultat mais un objectif à atteindre pour l'arrangeur, l'agence indiquant les paramètres devant être pris en compte pour obtenir la notation souhaitée.

En somme, la notation financière, si imparfaite soit-elle, paraît non seulement indispensable au fonctionnement des marchés et en régulière expansion, mais aussi peu réformable et relativement pérenne dans son modèle économique. Après les turbulences financières des dernières années et le questionnement légitime du rôle et des failles des agences de notation, il est clair que se dégagent des évolutions plus qu'une révolution. La notation peut et doit faire débat, vu son rôle pour les différents acteurs et son impact sur le développement du marché des capitaux en général et le marché obligataire en particulier ; ce qui nous mène à penser à son éventuel impact sur le renforcement du marché obligataire algérien qui reste toujours dans état embryonnaire après une évolution significative durant les années 2004-2008.

Section 1 : Utilité de la notation pour les acteurs du marché

Identifier et mesurer le risque financier demeure une préoccupation constante pour les acteurs des marchés qui n'ont que trop souvent à subir les effets de situations qu'ils maîtrisent mal. Quelles que soient, en effet, l'importance et la qualité de l'information fournie par les emprunteurs aux prêteurs, celle-ci est souvent difficilement exploitable ; il demeure presque toujours une inégalité foncière entre les informations dont disposent les uns et les autres au détriment des investisseurs. Au cours des dernières décennies, la « notation » a constitué la réponse la plus répandue et la plus largement acceptée.

En tant qu'outil de communication, la notation est devenue, au fil des années, un acteur très présent des marchés financiers et il est vraisemblable que cette présence aura tendance à s'étendre encore. Une connaissance toujours plus approfondie des techniques et des pratiques financières et comptables, un effort constant de communication claire et exhaustive joints à la poursuite de la politique actuelle d'indépendance absolue des agences devraient ainsi permettre à la notation financière de participer efficacement à l'amélioration de la transparence des marchés. Certains, comme « Louis Habib-Deloncle »¹⁸¹, pointent les dangers de l'omniprésence de la notation dans toutes les décisions financières, en l'occurrence en matière de risques pays. D'autres, comme « Jeanne-Françoise DE POLIGNAC »¹⁸², soulignent les avantages procurés par le recours toujours plus fréquent à cet outil de référence pour permettre le développement des marchés et en particulier de certains produits structurés.

En effet, dans la plupart des pays, l'activité de notation s'est développée avec la mutation financière et l'essor des marchés de capitaux. La globalisation financière et le mouvement de désintermédiation ont contribué à un accroissement de la demande de notation de la part des investisseurs institutionnels qui a concouru au développement de l'activité des agences de notation bien au-delà des Etats-Unis.

En première analyse, la notation a pour but de servir le marché. Elle apparaît comme un puissant réducteur des asymétries d'information sur les marchés financiers et, à ce titre, elle contribue largement à leur efficacité. Aujourd'hui, il apparaît clairement que la notation a été utile à trois populations distinctes, à savoir : les autorités de tutelle, les investisseurs et les émetteurs. La problématique de la notation va au-delà des marchés financiers, elle est devenue un instrument de bonne gouvernance et de transparence au service de l'économie de façon générale, et comporte plusieurs avantages pour les opérateurs économiques.

¹⁸¹ Louis Habib Deloncle est Président, Garant, Conseiller du Commerce Extérieur de la France.

¹⁸² Auteur de l'ouvrage : « La notation financière, l'approche du risque de crédit », déjà cité comme référence.

1. Utilité pour les autorités de marché

Le développement accru des marchés de capitaux a conduit à un accroissement important du nombre d'émetteurs et d'émissions ; Face à cette amplification quasi-exponentielle, les autorités de régulation (telle que les commissions de valeurs, les commissions bancaires et les directions générales du Trésor) ne trouvaient plus les moyens nécessaires pour maîtriser la solidité et la solvabilité financière de ce nombre considérable d'entités émettrices. De ce fait, les régulateurs se sont retrouvés confrontés à l'utilité de recourir à la notation dans leurs différentes réglementation afin d'assurer une meilleure transparence et supervision. Ces autorités ont incorporé à leur règlementation des références (benchmarks) basés sur les résultats des agences de rating (Bâle II coefficient de fonds propres¹⁸³).

On constate que le principe de notation est devenu tellement incontournable que les régulateurs imposent son utilisation aux acteurs de marché : il permet de justifier d'une qualification des risques formalisée et homogène.

Traditionnellement, les réglementations fondées sur des notations ont revêtu une grande importance aux États-Unis, où elles remontent aux années trente. Celles-ci concernent non seulement les banques, mais également les sociétés d'assurance, fonds de pension et OPCVM, ainsi que les négociateurs-courtiers, en limitant ou en interdisant l'acquisition d'obligations assorties d'une note « basse » (généralement inférieure à BBB), en imposant des charges en fonds propres variant en fonction de la notation des actifs détenus ou en assouplissant les conditions d'émission ou les obligations d'information pour les titres assortis d'une note « satisfaisante ». De manière plus générale, le projet Bâle II, dans son « approche standardisée de la mesure du risque de crédit », attribue des pondérations fixes en termes de risque de crédit, pour le traitement prudentiel de chaque catégorie d'actif et se fonde explicitement sur les évaluations externes du crédit.

Dans les accords de Bâle II, l'évaluation du risque de crédit de la clientèle d'un établissement de crédit peut s'effectuer selon deux méthodes : la méthode standard utilise les notes d'agences de notation reconnues par le superviseur ; la méthode interne conçue par la banque si la qualité de son évaluation est reconnue par le superviseur bancaire. Dans un cas comme dans l'autre le rôle des agences de notation s'est trouvé valorisé. Dans la première méthode leur rôle est direct puisque c'est leur note qui est utilisée. Dans la deuxième elles interviennent souvent comme un référent

¹⁸³ Pour imposer aux banques de détenir un niveau de fonds propres suffisant afin de faire face aux risques potentiels dus au crédit, le comité international bancaire siégeant à Bâle a d'abord défini le ratio Cooke de 8 % de fonds propres comparativement au crédit financé. Puis il a promu une nouvelle méthode qui calcule le niveau de fonds propres minimum requis en tenant compte du risque individuel de la clientèle d'emprunteurs, via un système de pondération fonction du risque individuel de chaque client. Cette pondération est définie par comparaison à l'échelle de notes des grandes agences de rating.

dans la méthode interne : les banques examinent les informations externes disponibles soit comme intrants dans leur système de notation interne, soit comme élément de comparaison des résultats.

Sur le marché des titres de créances négociables (TCN), les autorités de régulation (Commissions des Opérations de Bourse) ont encouragé¹⁸⁴ le développement de la notation dans la mesure où il n'était ni dans leur mission ni dans leurs moyens de procéder directement à une évaluation de la solidité et de la solvabilité financière des émetteurs ; ce qui leur a permis d'assurer une certaine sécurité du marché et une diffusion d'informations sans pour autant intervenir directement.

Sur le marché financier, le régulateur boursier a régulièrement été amené à s'interroger sur la qualité de l'information à délivrer lors d'émissions d'obligations. Depuis quelques années, les commissions des opérations de bourse peuvent demander la notation d'une émission dans les cas d'examen d'un prospectus d'admission aux négociations sur un marché réglementé ou d'émission d'instruments financiers comportant un élément constitué de titres de créances. Cette exigence a été aussi étendue aux émetteurs dont les actions étaient déjà cotées, et qui souhaitaient placer leurs titres de créance.

2. Utilité pour les émetteurs

La notation joue, du point de vue des émetteurs, un rôle important pour leur capacité à lever des capitaux. Elle a de ce fait un impact direct sur les conditions qui sont faites aux émetteurs notés. Elle joue également un rôle important pour les sociétés qui souhaitent évaluer la qualité de crédit de leurs contreparties lors d'opérations financières ou commerciales.

La notation est donc, pour un émetteur, un préalable extrêmement utile, quelque fois même indispensable pour se financer sur les marchés nationaux et internationaux. « Jamais les grands opérateurs de télécom par exemple comme Deutsche telekom, France télécom, British télécom, KPN...n'auraient pu lever les quelques dizaines de milliards d'euros dont ils avaient besoin pour assurer leur financement sans avoir eu préalablement recours à la notation». ¹⁸⁵

En somme, les émetteurs peuvent retirer cinq principaux avantages d'une notation, à savoir :

- Accroître la notoriété et l'image de marque : les notes publiées par les agences de notation font l'objet d'une large diffusion au niveau de la presse spécialisée et les canaux de Reuter, Telerate et Bloomberg ;
- Avoir un accès plus large aux marchés de capitaux : La notation peut élargir le champ des investisseurs intéressés par l'entreprise. Comme l'indique certains professionnels du

¹⁸⁴ En imposant l'obligation de notation pour les titres de créance négociables d'une durée supérieure à deux ans.

¹⁸⁵ J-F DE POLIGNAC, op.cit, p16.

marché, les notes servent en quelque sorte de passeport de crédit ; elles donnent accès à des pools de fonds internationaux plus nombreux, permettant de diversifier les sources de financement et de réduire la dépendance vis à vis de marchés trop étroits. En se faisant mieux connaître, à travers la notation, les émetteurs peuvent en effet toucher des catégories plus larges d'investisseurs et obtenir, à la même occasion, des conditions de taux qui correspondent mieux à leur qualité de crédit réelle;

- Augmenter la liquidité des titres : les résultats de la notation sont souvent attendus lors de l'émission sur le marché primaire pour mieux diffuser l'émission. Cependant, si une entreprise bénéficie d'une bonne note qui attire un grand nombre d'investisseurs au moment de l'émission, elle aura le même effet sur le marché secondaire ;
- Attirer des investisseurs étrangers : l'interconnexion des différentes places financières internationales a conduit à une plus grande mobilité des capitaux qui cherchent des placements plus sur. Ainsi, à travers une notation délivrée par Standard&Poors, Moody's ou Fitch, étant reconnues sur toutes les places internationales, les émetteurs locaux trouvent une opportunité de placer leurs titres auprès de non résidents. La notation peut en effet être considérée comme un outil de communication financière particulièrement utile à l'international, en permettant aux émetteurs de se faire apprécier par les investisseurs étrangers grâce à une information standardisée émanant d'un tiers indépendant;
- Avoir une plus grande flexibilité financière : La notation se traduit généralement par une réduction des coûts de financement et une possibilité d'émettre plus fréquemment, à de meilleures conditions ou pour de plus longues échéances. La notation est aussi un outil qui facilite l'amélioration de la performance et confère de la visibilité à l'entité notée.

3. Utilité pour les investisseurs

Pour un investisseur, il est bien évidemment important d'avoir une idée sur la sécurité du placement qu'il a ou qu'il compte effectuer. La notation et les statistiques qui s'y rapportent fournissent aux investisseurs des renseignements très précieux, en leur donnant des informations sur la potentialité de défaillance d'un émetteur ou d'une émission d'une part, et sur la durée moyenne que mettrait éventuellement cet émetteur ou cette émission à faire défaut, d'autre part. Les investisseurs bénéficient donc, au travers de la notation, d'une meilleure information et par conséquent d'une meilleure connaissance de la qualité des émetteurs.

Le rôle de la notation, pour les investisseurs et les gestionnaires de fonds, varie selon le type et la taille de l'acteur. Globalement les notations des agences sont très largement reconnues comme une mesure indépendante du risque de crédit des émetteurs, permettant de réduire les coûts ou les délais d'analyse interne. En raison du professionnalisme des agences, de leur couverture mondiale, de leur utilisation d'un langage international commun, ces notations permettent de faire des comparaisons entre entités appartenant à des secteurs et pays différents sur une échelle globale.

Les notes attribuées par les agences de notation reconnues jouent un rôle central dans la gestion du portefeuille, en particulier pour les gérants d'actifs de petite et moyenne taille qui n'ont pas les ressources suffisantes pour développer des systèmes fiables d'évaluation interne du risque de crédit.

Globalement, la notation apporte à l'investisseur :

- Une opinion indépendante sur le risque : Contrairement aux entreprises désireuses de s'endetter, l'agence de notation n'a pas une attitude partisane et son jugement est fondé sur une analyse plus objective ;
- Un univers d'investissement plus large : Tous les investisseurs n'ont pas nécessairement les ressources pour analyser les opportunités qui leur sont offertes, par entreprise, par pays ou par type d'instruments;
- Une hiérarchisation des taux : Plus la note est basse, plus le risque pris est grand, l'investisseur peut alors demander des primes de risque cohérentes. En effet, Il y a une corrélation entre la note et le « spread » demandé par le marché.

Une enquête menée auprès d'un échantillon significatif de neuf sociétés de gestion¹⁸⁶ montre ainsi que le portefeuille de titres de dette des OPCVM obligataires et des OPCVM de trésorerie est conditionné quasiment en totalité à la qualité des signatures telle qu'évaluée par les agences. Le plus fréquemment, la règle d'investissement retenue s'exprime par la fixation d'un seuil minimum à la détention de titres de dette classés dans la catégorie «Investment grade».

4. Utilité pour le marché et les autres intervenants

Outre le fait que la notation est un facteur de transparence du marché, elle contribue à le rendre efficient. En effet, les échelles de notation relativement simples et compréhensibles permettent des comparaisons aisées. Dès lors, le processus de décision est facilité du fait de la diffusion publique des informations. En conséquence, les prix des titres s'ajustent de manière plus efficiente et, les transactions s'effectuent de manière plus fluide et dans de meilleures conditions. La notation crée par ailleurs un « effet d'entraînement ». Le succès auprès du public des entreprises notées, entraînerait leurs concurrents respectifs à en faire autant pour bénéficier aussi de la confiance des investisseurs. La conséquence directe de ce comportement est que toutes les entreprises devront désormais rechercher une solidité financière et une transparence dans la gestion de leurs activités, pour se faire noter « investment Grade», ce qui aiderait à améliorer la performance et la transparence du marché.

¹⁸⁶ Rapport de l'AMF sur les agences de notation, p43, 2004.

Par ailleurs, les intervenants de marché, qu'il s'agisse d'investisseurs, de teneurs de marché ou de courtiers négociants, s'appuient également, dans une large mesure, sur les notations externes dans le choix de leurs contreparties (sélection des contreparties éligibles). C'est particulièrement le cas en ce qui concerne la gestion à court terme de la liquidité (opérations de pensions, par exemple) et les opérations sur instruments dérivés de gré à gré (*swaps*, options, etc.) : la solvabilité des intervenants de marché, telle qu'elle ressort de l'évaluation effectuée par les agences de notation, détermine les conditions financières auxquelles ces mêmes intervenants peuvent avoir accès au marché (fréquence des appels de marge et montant des garanties qu'ils seront appelés à fournir), voire leur possibilité même d'avoir accès aux marchés.

À l'instar des autres intervenants de marché, les banques centrales, dans le cadre de leur gestion de portefeuille comme dans celui de la mise en œuvre de la politique monétaire, ont également souvent recours aux notations des agences spécialisées pour la définition des actifs éligibles, que ce soit pour le placement de leurs fonds propres et des réserves de change ou en garantie de leurs opérations de politique monétaire. Dans ce dernier cas, la qualité de crédit des actifs éligibles détermine le niveau de garanties requis et les mesures de contrôle des risques.

On trouve une autre utilisation des notations par les intermédiaires financiers du côté des financements structurés et des instruments de transfert du risque de crédit. Utilisé en particulier par les banques afin de reconfigurer l'exposition au risque de leur bilan, ce type d'instrument implique une évaluation externe (donc par une agence de notation) de la qualité des créances.

En termes économiques, le recours croissant aux notations découle du fait qu'elles permettent de réaliser des économies d'échelle dans le traitement de l'information, d'une part, et contribuent à résoudre les problèmes de relation entre donneur d'ordre et mandataire, d'autre part. En effet, les investisseurs utilisent généralement les opinions exprimées par les notations pour engager leurs opérations et en assurer le suivi en raison des économies d'échelle qu'ils réalisent dans la collecte et l'analyse de l'information ; Ce ci a permis, du même coup, l'accès des emprunteurs aux marchés obligataires, en élargissant la gamme des investisseurs et en réduisant les problèmes de sélection adverse résultant des asymétries d'information entre investisseurs et émetteurs¹⁸⁷, ce qui a largement soutenu le développement des marchés financiers.

¹⁸⁷ Le problème de la sélection adverse a été défini par George AKERLOF en 1970. Dans le cas des marchés obligataires, le problème tient du fait que les marchés de titres non notés se caractérisent par le niveau très faible des écarts entre les taux d'intérêt versés par les émetteurs de titres de bonne qualité et ceux payés par les émetteurs de titres de mauvaise qualité. Une évaluation objective du risque de crédit tend à accroître sensiblement cet écart, ce dont profitent les premiers et pénalise les seconds.

Section 2 : Impact de la notation sur le prix des obligations

Le risque associé à l'acquisition d'une obligation peut se décomposer en trois principaux éléments. En premier lieu, le risque de taux qui traduit l'exposition du titre aux variations des taux d'intérêt sur le marché et ses mesures communément admises sont la durée ou la convexité. En second lieu, le risque de liquidité qui traduit l'impossibilité pour le détenteur de l'obligation de céder son titre dans des conditions de marché satisfaisantes; le volume d'émission ou l'encours peuvent alors servir de variables à ce risque. Enfin, le risque de défaut qui correspond à la difficulté de paiement «potentielle» de l'émetteur qui est présent pour des émissions autres que garanties par l'Etat; deux mesures sont généralement à l'épreuve dans l'évaluation de ce risque. La notation, supposée refléter la situation financière actuelle de l'émetteur ainsi que ses perspectives de croissance, et l'écart de rentabilité (ou spread de taux) qui repose sur le prix de marché de l'obligation et donc de la cotation de l'emprunt sur le marché financier.

Ceci dit, le prix des actifs financiers à un instant donné étant censé refléter l'information à disposition des investisseurs, l'activité de notation est par nature susceptible d'influencer les marchés de titres, sauf à supposer que l'information qu'elle véhicule est déjà connue et qu'elle est, de ce fait, déjà intégrée au niveau courant des prix.

En effet, l'analyse de l'impact des notations sur le prix des actifs financiers, et plus particulièrement sur le cours des obligations est fondamentale à la fois en termes de valorisation que de gestion du risque d'un portefeuille d'actifs. D'un point de vue théorique, l'impact des notes est indéterminé. D'un côté, la notation constitue avec la maturité et la liquidité l'un des critères principaux de discrimination entre les différents titres de dettes, d'un autre côté, la théorie de l'efficacité des marchés¹⁸⁸ suggère que la décision relative à la notation devrait être anticipée par le marché si elle est basée sur l'information publique.

La notation exerce, de ce fait, une influence significative sur les marchés des titres de dette : la hausse des coûts d'emprunt leur est parfois imputée.

¹⁸⁸ Pour rappel, la théorie de l'efficacité des marchés, qui constitue le cadre de référence en finance et dont la paternité est attribuée à Bachelier et Fama, stipule que dans un marché efficace, toute l'information disponible est déjà incorporée dans les prix. Par la suite, si l'on accepte l'hypothèse que les agents font des prévisions parfaites, seules les nouvelles parfaitement imprévisibles ont un impact sur les prix des actifs financiers.

1. Les canaux de transmission des notations au prix

En principe, l'impact de l'activité de notation sur la formation du prix des titres de dette s'exerce au travers de deux principaux canaux: soit directement par l'information nouvelle qu'ils véhiculent au marché, soit indirectement via des effets d'enchaînement liés à l'existence de règles contractuelles ou émanant de la réglementation¹⁸⁹. De tels effets indirects sont susceptibles d'apparaître lorsque, par exemple, des mandats de gestion imposent aux gestionnaires de se cantonner à certaines catégories d'actifs, généralement ceux de bonne signature ; selon une telle configuration, la révision à la baisse d'une note, c'est-à-dire une élévation du risque de défaut estimé de l'émetteur, conduit mécaniquement les gérants à céder les titres détenus et à réaménager leur portefeuille, d'où un impact sur le niveau des prix.

De ce fait, pour que les notes attribuées aux obligations aient une incidence directe sur les spreads¹⁹⁰ et leur évolution, elles doivent contenir des informations pertinentes, pour la valorisation des titres que les investisseurs ne peuvent obtenir à partir d'autres sources à des coûts comparables. La question du contenu en information des notations est abordée à travers : a) l'analyse de la relation entre les rendements obligataires et les notations et b) en étudiant les réactions des cours aux changements de notes.

En effet, les notations de crédit doivent servir à mieux informer le marché en fournissant aux investisseurs une évaluation cohérente du risque de crédit d'un secteur et d'un pays à l'autre. La classification de l'émetteur dans la grille de notation attribuée par l'agence véhicule une information directe à l'investisseur sur le risque de défaillance de l'émetteur, de même pour la mise en surveillance ou le changement d'une note. Cette information aura, automatiquement, une incidence directe sur les décisions d'achat, de vente ou de garde des titres déjà détenus, ce qui se traduira par le changement de l'offre et la demande sur le marché et donc les prix.

Par ailleurs, l'accès privilégié à l'information permet aux agences de consacrer de gros moyens à l'analyser et à apprécier à mieux la qualité de crédit. Les perspectives, mises sous surveillance et notes reposent à la fois sur des données publiques relatives à l'activité et à la situation financière des emprunteurs ainsi que sur des renseignements privés obtenus dans le cadre d'entretiens confidentiels. Les agences fondent aussi leurs décisions sur un jugement qualitatif des projets et de l'efficacité des dirigeants de l'émetteur. Si certains opérateurs, en particulier les banques et les grands investisseurs institutionnels, disposent d'une information approfondie, les autres doivent s'en remettre aux notes des agences pour jauger la qualité des signatures et c'est ainsi que l'information est transmise par la note.

¹⁸⁹ Rapport de l'AMF sur les agences de notation, p51, 2004.

¹⁹⁰ Différence entre le taux d'un emprunt risqué et un emprunt sans risque (de l'Etat).

Un autre canal de la transmission de l'information, comme cité supra, est les effets d'enchaînement liés à l'existence de règles contractuelles ou émanant de la réglementation. Ce canal se traduit, en effet, par le fait que certains contrats de gestion de portefeuilles ou autres types exigent certaines catégories de titres ou d'émetteurs qui peuvent être arrêtés à travers la notation. Le contrat pourrait stipuler de n'inclure que les titres classés catégorie A ou des pourcentages entre différentes catégories ; ce qui se traduirait par un engouement sur ces catégories mêmes et de ce fait donner un certain signal au marché qui pourrait se traduire par la hausse ou la baisse des prix.

D'un autre côté, certaines réglementations exigent que la notation ou la note soit utilisée comme critère du choix des titres à donner en garantie ou en imposant un niveau minimum de capital dans les banques par rapport aux risques pris afin de garantir la solidité et la stabilité du système bancaire tout en les autorisant, pour déterminer leurs fonds propres réglementaires, à utiliser soit leur système interne d'évaluation, soit une méthode dite standard basée sur les notations émises par les agences de notation. Ces réglementations ne font que renforcer le rôle de la notation et son changement ne pourra qu'impacter les prix sur le marché.

2. Impact de la notation sur le risque de crédit « spread »

« Les décisions des agences de notation exercent une influence significative sur les marchés des titres de dette : la hausse des coûts d'emprunt leur est parfois imputée. Ainsi, en février 2003, les marges sur les obligations THYSSENKRUPP¹⁹¹ ont augmenté de 60 points de base dans les jours qui ont suivi l'annonce, par Standard&Poor's, d'une éventuelle rétrogradation de la note de ce groupe allemand de sidérurgie et ingénierie. L'analyse détaillée de l'incidence de ces décisions sur les primes des contrats sur défaut, pour un vaste éventail d'émetteurs, confirme que ces décisions ont une valeur d'information pour les participants, même quand elles sont anticipées dans l'évolution des primes»¹⁹².

De manière théorique, le « spread » ou écart de taux correspond à la différence entre le taux actuariel d'une obligation donnée et le taux actuariel d'une obligation zéro-coupon¹⁹³ ayant des caractéristiques similaires. De manière pratique, on utilise généralement à la place de l'obligation zéro coupon une obligation d'Etat de référence, considérée comme sans risque. D'une certaine manière, le spread est donc censé refléter la différence de solvabilité ou de qualité entre deux titres, soit deux émetteurs.

¹⁹¹ THYSSENKRUPP AG est un groupe de sidérurgie allemand officiellement né en mars 1997 de la fusion de Krupp et de Thyssen. Ayant des filiales sur plusieurs continents, son siège social se situe à Düsseldorf.

¹⁹² Marian Micu, Eli M. Remolona et Philip D. Wooldridge : « Incidence des annonces relatives à la notation sur les primes des contrats dérivés sur défaut », Rapport trimestriel BRI, juin 2004.

¹⁹³ Une obligation zéro coupon est une obligation qui n'a pas de coupons et ne verse donc aucun intérêt pendant toute la durée de vie de l'emprunt. Elle est émise à un prix et est remboursable à un prix supérieur ; la différence en constitue l'intérêt capitalisé.

En d'autres termes, on appelle risque de crédit ou spread de crédit, la rémunération exigée par les investisseurs en compensation du risque global encouru par la détention du titre. Aussi, le risque crédit caractérise plus concrètement la perception du risque par les investisseurs et c'est ainsi que la notation financière est apparue pour devenir un indicateur incontournable du risque de défaut d'un émetteur.

Différents facteurs peuvent influencer les spreads de taux. Nous pouvons notamment citer la situation économique mondiale ou locale, l'appétit des investisseurs...etc, ainsi que les notations crédit : plus les notations de deux obligations seront différentes, plus le spread sera important puisque les marchés exigeront en général un niveau de rendement plus élevé pour les titres moins bien notés. Un investisseur ne consentira donc à investir dans un emprunt avec notation inférieure que moyennant le paiement d'un taux d'intérêt incluant une prime de risque censée couvrir le risque de perte.

En fait, l'impact de la notation sur le spread des taux d'intérêt peut s'apprécier à deux niveaux : le premier lors de l'émission et donc sur le marché primaire et le second lors de la négociation du titre sur le marché secondaire.

En effet, comme nous l'avons déjà mentionné, les notations d'entreprises sont classées en quatre principales catégories A, B, C et D et chaque catégorie reflète un niveau général de risque de défaut. Le taux nominal que l'entreprise décidera de verser aux investisseurs dépendra dans une grande partie de sa classification dans la grille de notation des agences. Le taux nominal arrêté sera fonction du taux de référence des bons du Trésor ajouté à une prime « le spread » dont la valeur dépendra en partie de la note attribuée à l'émetteur. Plus la note est de qualité supérieure, plus les investisseurs exigeront une moindre compensation au risque et donc un spread inférieur. Au contrario, plus la note attribuée à l'émetteur est spéculative, plus les investisseurs exigeront un taux de rémunération élevé afin de compenser le risque et donc l'entreprise se verra dans l'obligation de proposer un taux élevé et donc un spread élevé.

Par ailleurs, une fois cotée sur le marché secondaire le prix de l'obligation changera en fonction de l'offre et la demande et le spread dans ce cas se réalisera sur le taux de rendement de l'obligation et non son taux nominal. Dans ce cas de figure aussi, la relation entre la notation et le spread sur les rendements des obligations est claire ; plus l'entreprise bénéficie d'une meilleure notation, plus les investisseurs vont accepter à l'acheter à son taux nominal ou un taux inférieur et donc le spread va diminuer et le contraire est vrai, plus la note affichée est de moindre qualité, plus le taux de rendement exigé sera supérieur et le spread se verra augmenter.

Il est aussi important à signaler, que le changement de la note ou sa mise en surveillance aura aussi un impact direct sur le changement du spread à la hausse ou à la baisse suivant que le changement

soit positif ou négatif. Un changement de note (une dégradation, par exemple) est synonyme d'une modification de la qualité de signature d'un émetteur aux yeux de l'agence de notation. Pour les marchés financiers, une baisse de la qualité de signature se traduit, dès qu'elle est perçue, par une chute des cours et, en conséquence, une hausse du taux de rendement et du spread.

3. Impact sur le prix du marché

De nombreux travaux académiques ont été consacrés à l'estimation de l'impact des annonces des notes sur le prix des actifs financiers, notamment les obligations, en recourant, pour l'essentiel, à des "études d'événement". Ce type d'études permet de détecter une dynamique spécifique des prix des obligations durant la période de la notation.

De manière générale, les études disponibles montrent que les notes émises par les agences de notation représentent un élément explicatif du prix des obligations et ont donc une incidence directe sur ce dernier. Ainsi, tout changement de note tend à se répercuter sur les cours, dans un sens conforme à l'intuition : une dégradation de la note fait baisser le prix de la dette (ou de l'action), tandis qu'un rehaussement la fait augmenter. Ces impacts sont toutefois d'ampleur limitée et présentent de plus une asymétrie. On tend ainsi à observer que les abaissements de note ont davantage d'influence sur le marché que les hausses de même ampleur.

Il semble par ailleurs exister des effets de seuil, dans le sens où l'ampleur de l'impact des annonces dépend du niveau initial de la note. Plus précisément, l'impact sera plus fort pour des titres mal notés, et tout particulièrement lorsque l'annonce aura pour conséquence un passage dans la catégorie des titres spéculatifs. Il semblerait également que l'impact soit plus ou moins fort selon les secteurs d'activité. En effet, les agences donnent une appréciation du risque de défaut, lequel n'est qu'une composante de la prime de risque exigée par les investisseurs : la formation des taux d'intérêt répond à de multiples facteurs, et l'opinion des agences n'est pas le seul déterminant de l'évolution des écarts de rémunération entre dettes au cours du temps. LUBOCHINSKY (2002) rappelle à cet égard que le risque de défaut constitue, d'après les estimations disponibles, une part finalement assez modeste des écarts de rémunération entre obligations d'entreprise et obligations d'Etat, surtout pour les entreprises bénéficiant d'une bonne notation. D'autres éléments jouent un rôle certainement plus important, comme le risque systématique (ou non diversifiable) ou le risque de liquidité. Ce dernier facteur composerait d'ailleurs l'essentiel de la prime de risque.

Pour analyser l'impact d'une décision d'agence sur le prix d'un actif financier (cours boursier ou obligataire), les études empiriques se fondent généralement sur les études d'événements. Fréquemment utilisée en finance, cette méthodologie consiste à se concentrer sur le comportement du prix autour de l'événement, d'en tirer une mesure statistique (par exemple le rendement

cumulé) et, collectant le même type d'information pour différents événements similaires, de juger l'impact à travers des tests statistiques.

Dans le rapport annuel de l'année 2004 de l'Autorité des marchés financiers (AMF)¹⁹⁴, cette dernière a procédé à une revue de la littérature économique relative à l'impact des annonces des notations sur les émetteurs et les marchés financiers. Elle l'a complétée, en début d'année 2006, en publiant deux études empiriques consacrées à l'impact des décisions de notation sur les actions des entreprises françaises et sur les nouveaux produits obligataires en Europe. Ces études concluent que les notes émises par les agences ont un effet avéré sur le prix des obligations mais aussi sur celui des actions. Les notes attribuées constituent un élément explicatif du prix des actifs financiers, dans un sens conforme à l'intuition : une dégradation de la note pèse sur le prix de la dette, et sur le cours des actions, tandis qu'un rehaussement de la note produit l'effet inverse.

Les résultats obtenus dans la littérature sont très divers¹⁹⁵:

- Les modifications de notation sont plus ressenties à l'occasion des abaissements (downgrades) que lors des relèvements (upgrades) ;
- Le marché tend à anticiper la modification de notation, dans le sens où les rendements anormaux significatifs sont surtout observés en amont de l'annonce de la décision;
- L'effet économique sur les émetteurs de basse notation (notamment speculative grade) est conséquent (de l'ordre de 10% à 15% en cumulé pour le cours boursier).

Les cours boursiers semblent, de ce fait, réagir plus nettement aux annonces de nature négative (downgrades, mises sous surveillance négatives) que positives (upgrades, mises sous surveillance positives). Ce résultat, similaire à celui de la littérature existante, a une portée significative tant pour les régulateurs et les entreprises que pour les investisseurs qui peuvent envisager des stratégies basées sur cette asymétrie ou pour les risques managers qui doivent insérer cet effet dans la gestion de leur portefeuille global actions-obligations.

¹⁹⁴ Autorité du marché financier français.

¹⁹⁵ Rapport de l'Autorité du marché financier, p5, année 2004, Paris.

Section 3 : La notation des produits structurés

« A coté de la notation connue et classique des sociétés émettrices et de leurs émissions, s'est développé tout un champ d'opérations plus au moins complexes qui constituent des montages structurés autonomes ».¹⁹⁶

Nous vivons, effectivement, dans un monde où risque et sécurité se livrent un combat sans merci. Le risque est partout mais les hommes ont besoin de sécurité pour faire des plans et se projeter dans l'avenir ; ils cherchent donc à s'assurer, à couvrir leurs risques, à garantir ce qu'ils ont...etc. Mais ce besoin de sécurité trouve sa limite dans le sacrifice qu'il impose, car plus les risques sont limités, plus les gains le sont aussi. D'où la recherche du meilleur couple « rendement-risque » qui a en partie mené à la création des produits structurés. L'intérêt majeur de ces produits est de pouvoir être personnalisable en fonction des anticipations et des attentes de chaque client.

Par ailleurs, en raison de la complexité des opérations et de la diversité des actifs sous-jacents impliqués dans les produits structurés, la plupart des investisseurs n'ont pas d'équipe d'analystes dédiés pour leur permettre d'analyser chaque transaction. C'est pourquoi un grand nombre d'investisseurs se reposent largement sur l'analyse réalisée par les agences, à la fois au moment de l'émission mais aussi pendant toute la durée de vie de la transaction.

Ainsi, si la nature de la notation est identique pour les financements structurés et la notation d'entreprise, le rôle et l'approche de l'agence sont très différents dans les deux cas. En ce qui concerne les produits structurés, le processus de notation fait partie intégrante de la structuration du produit ; l'intervention de l'agence se situe plus en amont et la notation est non pas un résultat mais un objectif à atteindre pour l'arrangeur.

Néanmoins, les opérations liés aux produits structurés, notamment la titrisation, ont été le vecteur essentiel de multiplication des difficultés rencontrées sur le marché immobilier américain. Les agences de notation ont en grande partie catalysé les débats occasionnés par la crise des *subprimes* et leur rôle dans l'évaluation du risque de crédit des véhicules de titrisation a été mis en question. Précisément, des interrogations ont été émises sur la qualité du suivi du risque de crédit attaché aux RMBS (*Residential mortgage backed securities*) et, plus largement, sur la notation en tant que telle des produits de financement structurés (existence potentielle de conflits d'intérêts, volatilité des notations de produits complexes, etc.). "Les notations des agences ont davantage participé à un phénomène d'accélération de la crise qu'à un phénomène d'alerte de celle-ci", juge Hubert Reynier¹⁹⁷.

¹⁹⁶ J.F DE POLIGNAC, op.cit, p93.

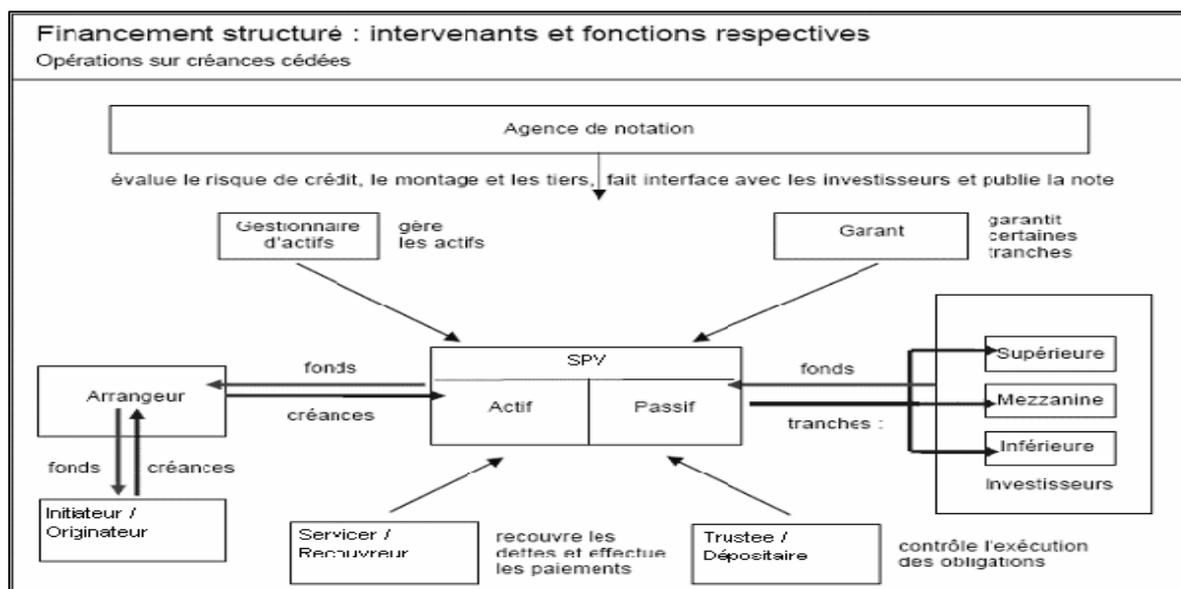
¹⁹⁷ <http://www.20minutes.fr/article/549419/Economie-Les-agences-de-notation-ont-accentue-la-crise-financi-egrave-re.php>, le 30/07/2013.

1. Typologie des produits structurés

« Un produit structuré est une combinaison de plusieurs produits financiers qui, une fois associés, offrent un profil de rentabilité adapté à certains besoins des investisseurs, qu'ils soient individuels ou institutionnels. La valeur d'un produit structuré dérive directement de celle d'une variable de référence (appelée sous-jacent) qui peut être un actif, un indicateur de marché, un panier de valeurs, une stratégie d'investissement ou toute autre variable. Leur durée de vie est limitée (à quelques trimestres ou quelques années) et c'est à l'échéance du produit que l'investisseur recouvre son capital, majoré ou minoré en fonction de la performance du sous-jacent»¹⁹⁸.

Ainsi, un financement structuré peut être défini par trois caractéristiques principales : (1) un pool d'actifs identifiés et juridiquement isolés (sous forme d'instruments "cash" ou synthétiques) ; (2) une émission de dette gagée sur ce pool d'actifs, avec, en cas de défaut, un recours limité à ces actifs ; et (3) un passif structuré en tranches. Les véhicules de titrisation sont, généralement, des entités créées spécifiquement à cet effet, sous forme de Special Purpose Vehicles (SPV) ou de Fonds Communs de Créances (FCC), avec une durée de vie équivalente à la durée de vie des actifs qui y sont transférés.

La figure ci-dessous montre le schéma typique d'un produit structuré issu d'une titrisation. Le cédant transfère à une entité spécifique, le SPV (Special Purpose Vehicle ou fonds commun de créances), un portefeuille de prêts dont il continue à assurer le recouvrement des intérêts. Le SPV émet des titres adossés au portefeuille titrisé, structurés par tranches de qualité de crédit décroissante et placés auprès des investisseurs.



Source : "Financement structuré : complexité, risque et recours aux notations - BRI Juin 2005"

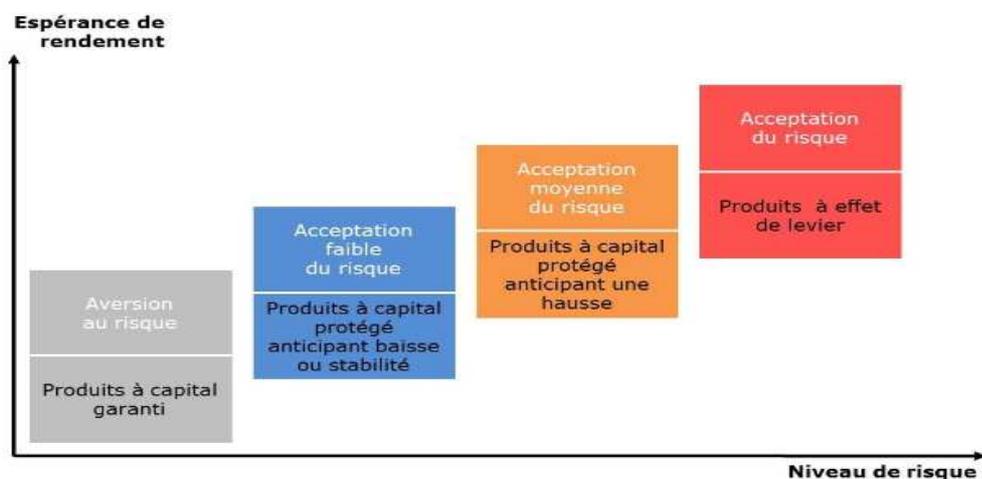
¹⁹⁸ AXA Gestion Privée : «Comprendre les produits structurés», France, 2010.

La structuration de la dette est obtenue en recourant à la technique de la subordination, qui consiste à établir une hiérarchie au sein des porteurs de titres. Généralement, une tranche dite "equity" vient absorber l'essentiel du risque attaché au portefeuille des actifs titrisés. En cas de réalisation d'un événement de crédit, ce sont les détenteurs de cette tranche qui assumeront les premiers les pertes éventuelles (pertes en principal, rupture des versements d'intérêts,...). Vient, généralement, ensuite une tranche mezzanine (ou différentes tranches plus ou moins "junior"), qui présente une exposition intermédiaire au risque. Enfin, au dernier rang se trouve la dette "senior", qui présente la plus faible exposition au risque de crédit. La position privilégiée de la dette senior lui permet, en règle générale, de bénéficier de la note maximum, c'est-à-dire AAA/Aaa, parfois avec l'intervention d'un garant de type assurance monoline¹⁹⁹ (technique dite de "credit enhancement").

En dépit des multiples variantes, la plupart des produits structurés commercialisés auprès des investisseurs individuels, tombent dans une des quatre catégories suivantes :

- Les produits à capital garanti qui protègent partiellement ou totalement le capital investi en cas de baisse du sous-jacent,
- Les produits de rendement qui procurent un rendement annuel élevé mais ne protègent pas le capital en cas de baisse du sous-jacent,
- Les produits de participation qui permettent d'être investi à 100 % sur un sous-jacent,
- Les produits à effet de levier qui permettent une exposition supérieure à 100 % du capital.

Par définition, ces quatre familles de produits structurés offrent des profils de rémunération très différents, en fonction de l'évolution du sous-jacent. Les produits structurés répondent, donc, à toutes les sensibilités, selon un couple rendement / risque présenté sur le schéma ci-dessous :



¹⁹⁹ Les Monolines (ou Monoliners) sont des compagnies d'assurances qui apportent un rehaussement de crédit aux intervenants des marchés financiers. Ils assurent uniquement le risque lié à des titres de dettes.

2. Notation des produits structurés

Bien que l'activité initiale des agences de notation était dirigée vers les émissions obligataires classiques, dans la dernière décennie les produits structurés de crédit- notamment les produits issus de titrisation (Asset Backed Securities)²⁰⁰ et les CDOs (collateralized debt obligations)²⁰¹ - ont constitué plus de la moitié du chiffre d'affaires de ces agences. « Les activités de financements structurés génèrent désormais entre 40% et 50% de la totalité du revenu des agences de notation. Les résultats financiers des agences dépendent donc étroitement du processus de sélection d'un nombre limité de banques »²⁰².

Le marché des produits structurés dépend, en effet, directement des notations émises par les agences. Elles occupent un rôle central dans le processus même de titrisation ; si la nature de la notation des produits titrisés est identique à celle des entreprises - l'agence de notation doit émettre une opinion sur la capacité des actifs titrisés à faire face au remboursement de la dette – le processus est tout autre.

Comme le détenteur d'une obligation, l'investisseur dans un produit structuré reçoit un coupon périodique. Il est donc naturel pour un tel investisseur de comparer le coupon qu'il reçoit avec celui d'une obligation « similaire » afin de jauger l'intérêt d'investir dans une telle structure. C'est là où l'agence de notation entre en jeu : son rôle consiste à attribuer une note à chaque tranche de la structure, afin de permettre une telle comparaison à l'investisseur.

Cependant, l'attribution d'une note à un produit structuré n'est pas simple. La notation ne peut pas simplement être une « moyenne » des notes des titres dans le portefeuille sous-jacent : la diversification du risque de défaut et l'effet de levier résultant de la structuration en tranches font que les différentes tranches ont des expositions différentes au risque de défaut. L'exposition de l'investisseur est caractérisée par la distribution de la perte de la tranche, qui dépend d'une façon complexe de toutes les caractéristiques du produit.

Pour ce faire, les équipes dédiées aux financements structurés étant organisées de la même manière que celles en charge de la notation d'entreprise, les missions sont généralement allouées aux analystes en fonction de la localisation des actifs et de l'expérience de l'analyste.

²⁰⁰ Un **asset-backed security** (ABS), ou « valeur mobilière adossée à des actifs » en français, est une valeur mobilière dont les flux sont basés sur ceux d'un actif ou d'un portefeuille d'actifs. La titrisation est le principal vecteur de création de ces actifs.

²⁰¹ Un **collateralized debt obligation** ou **CDO** (en français : « obligation adossée à des actifs »), est une structure de titrisation d'actifs financiers de nature diverse. Il s'agit de titres représentatifs de portefeuilles de créances bancaires ou d'instruments financiers de nature variée. Au même titre que la titrisation et les dérivés de crédit, ces produits de finance structurés sont issus de montages complexes, répondant à différents besoins tels que réduire les coûts de refinancement, exploiter des opportunités d'arbitrage et surtout se défaire durisque de crédit.

²⁰² Rapport de l'AMF sur les agences de notation : AMF, Paris, 2006.

Outre la notation au moment de l'opération, les agences affectent en général au moins un analyste à la surveillance des opérations en cours. Cette surveillance est effectuée selon une périodicité annuelle, en général, sur la base d'éléments relatifs notamment à la performance du portefeuille ou aux taux de recouvrement, transmis périodiquement par le cédant à la demande de l'agence. Dans tous les cas, les agences assurent en permanence une surveillance sur la qualité du portefeuille et modifient en conséquence la notation en cas de survenance d'un événement affectant le portefeuille.

Pareillement aux notations des titres de dette classiques, la notation d'un produit structuré est volatile et sujet à une variation dans le temps. Nonobstant, ces variations ne suivent pas les probabilités de transition annuelles des notes obligataires. Une première baisse de notation peut déclencher une cascade de baisses signalant l'imminence de défauts dans le portefeuille sous-jacent. La note d'un produit structuré est donc plus un 'instantané' de la probabilité de défaut ; de même que la cotation d'une action à une date donnée ne donne aucune indication sur sa volatilité et donc sur le risque du porteur de cette action, la notation de crédit n'est pas une évaluation du risque de crédit du détenteur qui, elle, doit prendre en compte les anticipations sur la volatilité (de la note elle-même et des facteurs de marché).

3. Notation et crise des subprimes

Si les agences de notation ont fait l'objet de beaucoup de discussions dans la crise des subprimes, c'est qu'elles sont loin d'être des observateurs passifs dans le marché des produits structurés : leur action est cruciale pour son existence et son développement. Les observateurs concordent pour dire que l'importance des notations est encore plus grande pour les produits structurés que dans les marchés obligataires. Par exemple, les révisions à la baisse de notes d'ABS ont souvent un impact plus fort sur les prix que les révisions analogues pour les obligations.

Ainsi, au cours de la décennie écoulée, plusieurs affaires ont lancé le doute sur la capacité des agences de notation à prévoir correctement le risque de défaut de certains émetteurs. De grandes entreprises, dans les secteurs financier ou industriel, ont fait faillite alors qu'elles étaient notées dans la catégorie « investissement ». Des effets pervers ont été constatés s'agissant de la notation de la dette souveraine; mais c'est surtout l'échec des agences à anticiper la crise des subprimes qui peut être retenu comme une faute d'impact systémique.

En effet, entre 2004 et 2007, la notation des produits structurés a pris une place de plus en plus importante dans l'activité des principales agences de notation dont Standard and Poor's et Moody's, qui ont vu leurs profits augmenter d'une manière colossale. Deux produits ont connu un succès particulièrement important : les titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels (en anglais, *Residential Mortgage backed securities*, ou RMBS) et les obligations avec dette

collatérale (en anglais, *Collateralized debt obligations* ou CDO). Pendant cette période, Standard and Poor's a noté plus de 5 500 RMBS et 835 CDO adossés à des crédits hypothécaires, tandis que Moody's en notait respectivement 4 000 et 870. En 2007, près de 50 % du chiffre d'affaires réalisé par Standard and Poor's dans son activité de notation provenait de la notation de produits structurés.

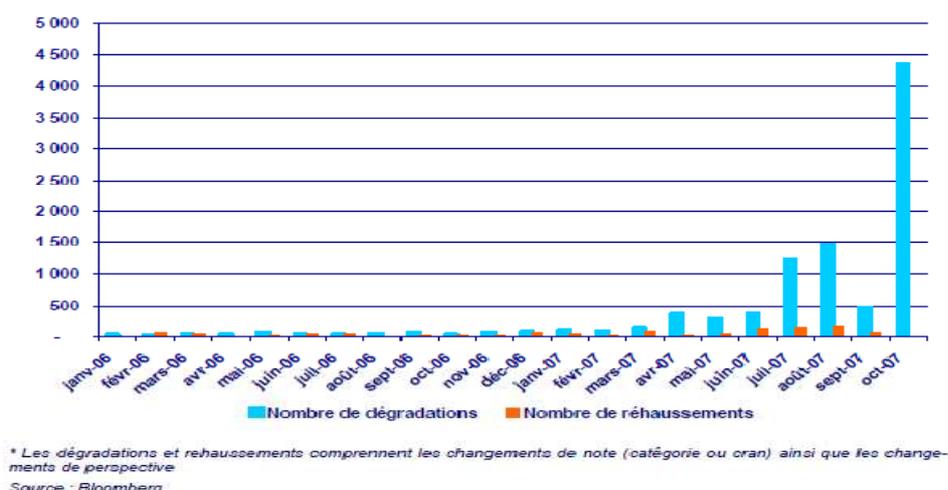
Pendant cette période sont donc créées les subprimes. L'histoire commence sur le marché américain des prêts immobiliers dits « subprimes ». Ce sont des crédits accordés aux ménages présentant de trop faibles garanties pour accéder aux emprunts normaux dits « prime », soit parce qu'ils ont déjà eu des difficultés financières par le passé, soit que la faiblesse de leurs revenus limite par trop leur capacité de remboursement. Ce type de crédit s'est fortement développé aux États-Unis, surtout à partir de 2004-2005.

La grande majorité de ces titres ont reçu des notes qui les classaient dans la catégorie « investissement », alors qu'il s'agissait d'actifs risqués adossés à des crédits hypothécaires accordés à des ménages faiblement solvables. Dès la fin de l'année 2006, il est apparu qu'un nombre croissant de ménages ne pouvait faire face à leurs remboursements. Les taux de défaut sur les prêts subprimes commencèrent à augmenter dans des proportions inquiétantes. Après les ménages, forcés de vendre leur maison sur un marché immobilier désormais complètement déprimé, ce fut au tour des établissements spécialisés qui leur avaient prêté d'être touchés. Les premières faillites de prêteurs firent la une de l'actualité américaine au premier trimestre de cette année.

Nonobstant, cette situation n'a pas empêché les agences de continuer, pendant encore six mois, à afficher des notes élevées aux RMBS et aux CDO nouvellement émis. À partir du mois de juillet 2007, alors que la crise du marché hypothécaire s'intensifiait, les agences ont brutalement changé de politique et décidé de dégrader la note de milliers de RMBS et CDO. Au total, plus de 90 % des RMBS émis en 2006 et 2007 qui avaient reçu la note AAA ont été dégradés dans la catégorie spéculative, parfois moins d'un an après leur émission.

Le graphique ci-dessous, montre l'ampleur des dégradations des notes, par les principales agences et ce entre le mois de janvier 2006 et le mois d'octobre 2007. Ces dégradations, comme le montre le graphique, ont commencé à augmenter à partir du mois d'avril 2007 et ont explosé en octobre 2007 en déclenchant et aggravant la crise.

Graphique : Nombre de dégradations et de rehaussements des notes en 2007



Source: <http://www.20minutes.fr/article/549419/Economie-Les-agences-de-notation-ont-accentue-la-crise-financiere-re.php>.

Ces dégradations ont contraint de nombreux investisseurs (banques, fonds de pension, assurances), tenus de détenir dans leur portefeuille des titres notés dans la catégorie « investissement », à vendre massivement leurs RMBS et CDO, ce qui a provoqué un effondrement de leur valeur et une fermeture du marché pour les nouveaux titres émis qui ne trouvaient plus preneur. Les investisseurs ont enregistré des pertes substantielles, aggravées par un mouvement de défiance à l'égard des titres notés AAA qu'elles détenaient et par une perte de confiance dans la solidité des institutions financières américaines.

Les agences de notation ont donc une part de responsabilité considérable dans le déclenchement de la crise financière de 2008 : d'abord, parce qu'elles ont noté trop généreusement des actifs financiers risqués, ce qui a encouragé de nombreux investisseurs à en faire l'acquisition ; ensuite, en décidant de dégrader brutalement leur note, ce qui a produit un effondrement du marché. Elles ne disposaient pas de données statistiques suffisantes concernant les crédits hypothécaires les plus risqués, ce qui a nui à leurs efforts de modélisation. Elles manquaient également d'informations sur la manière dont les titres adossés à des crédits hypothécaires se comporteraient dans un contexte de retournement du marché de l'immobilier. Enfin, les modèles n'intégraient pas convenablement le risque que de nombreux crédits hypothécaires fassent défaut simultanément.

Section 4 : Utilité de la notation pour le marché obligataire Algérien

Après quinze (15) années de fonctionnement du marché financier algérien, le marché obligataire, compartiment important du marché financier, reste dans un état embryonnaire même s'il a connu une évolution et un encours significatifs au cours des années 2003-2008.

En effet, aucune émission obligataire n'a eu lieu depuis l'année 2008. Aussi, les différents titres émis les années précédentes sont presque tous arrivés à échéance. Il ne reste à l'heure actuelle que le titre DAHLI (coté en bourse) et le titre ENAFOR (négocié en hors cote) à coté de cinq (05) lignes d'Obligations Assimilables du Trésor (OAT).

Plusieurs questionnements se posent quant aux contraintes de développement de ce marché qui permettra à l'économie algérienne de prendre un bon souffle en matière de financement en permettant aux entreprises importantes de trouver des ressources à leurs investissements et plus précisément de drainer l'épargne et la transformer en investissements productifs.

En outre, le manque de dynamisme du marché obligataire algérien pourrait se résumer par l'atonie constante de son marché secondaire caractérisé par une liquidité faible à l'instar de celui des actions ; une forte tendance à la stratégie de «buy&hold»; une concentration récurrente des émissions sur la dette publique ; et enfin l'absence totale de notations des émissions obligataires. Donc, une dynamisation de ce segment de marché passerait forcément par des actions appropriées alliant à la fois stratégie, organisation et réglementation et permettant de pallier ces insuffisances propres aux marchés financiers des pays en développement.

A cet effet, la COSOB, en collaboration avec le ministère des finances et le PNUD, a engagé une réforme du marché financier algérien, notamment de son cadre réglementaire, afin de tirer profit de l'expérience vécue et de mettre en place de nouvelles bases pour l'approfondissement et le développement du marché.

Dans ce cadre, les acteurs du marché assistés par des experts internationaux ont entrepris de réexaminer les dispositions de la réglementation actuelle du marché financier qui nécessitent une amélioration en vue de la dynamisation de ce marché qui est en émergence.

Au nombre de ces dispositions figure la notation des émetteurs et émissions d'emprunts obligataires comme substitut de la garantie à première demande destinée à couvrir à hauteur de 100% (ou plus), en principal et en intérêts, le risque de défaillance de l'emprunteur. Ce qui favorisera les entreprises à recourir d'avantage à ce type de financement, assurant ainsi une dynamique et un développement soutenu du marché obligataire algérien à

travers l'encouragement de l'investissement et l'innovation pour une forte croissance économique, préalable au développement.

Par ailleurs, et au vu du manque de la culture boursière en Algérie et donc de l'ignorance des outils d'analyse des titres et des risques y afférents, la notation vient consolider aussi l'information des marchés obligataires du fait qu'elle repose sur une évaluation de la prévisibilité de remboursement d'une émission de titres par un émetteur. Cette information ne se situe pas dans le cadre des règles concernant l'information boursière : l'émetteur peut ne pas être coté. Et, en outre, l'information ne concerne que la possibilité pour l'émetteur de rembourser la dette correspondant aux obligations émises. Au lieu de l'information très détaillée requise par l'information boursière, pour les obligations, les agences de notation fournissent une note pour l'émission des obligations. Il s'agit d'une évaluation des risques de non-paiement. La notation participera à la réduction des asymétries d'information et offrira un moyen de mutualiser le coût de l'analyse du risque de défaut.

1. L'exigence de garantie et la protection des épargnants

Depuis la création du marché financier algérien, les visas octroyés par la COSOB pour l'émission de la quasi-totalité des emprunts obligataires corporate requièrent la présentation de garanties, souvent sous forme d'hypothèque, couvrant à cent pour cent (100%) ou plus le montant de l'émission et des intérêts à payer sur toute la période de l'emprunt.

Ainsi, même si l'entreprise remplit toutes les conditions règlementaires d'émission et que le dossier présenté soit complet et les chiffres des états financiers cohérents, les membres de la commission²⁰³ de la COSOB, exigent souvent²⁰⁴, de l'émetteur, une garantie qui soit sous forme de caution (pour les filiales des grandes entreprises stratégiques, tel qu'exigé pour l'ENTP et L'ENAFOR : une caution de la société mère à savoir SONATRACH, a été exigée) ou d'hypothèque (pour les entreprises privés tels que CEVITAL, DAHLI, l'ETRHB HADDAD et l'EEPAD).

En effet, lors de la création du marché financier en 1998, dans l'ambiance qui fut celle du passage à une économie de marché, la mission première dévolue au régulateur consiste en la protection des épargnants. A cet effet, les garanties exigées sur le marché financier sont de 100% principal et intérêts compris quelque soit l'émetteur (excepté pour les entreprises stratégiques tels que SONATRACH, SONELGAZ et Algérie Télécom).

²⁰³ La commission est composée de six membres représentant respectivement : le ministère des finances, le ministère de la justice, le ministère de l'enseignement supérieur, l'ordre des experts comptables, la banque d'Algérie et un représentant des émetteurs. La commission est présidée par le Président de la COSOB.

²⁰⁴ Même si ce n'est stipulé nullement dans la réglementation en vigueur.

L'exigence de garantie à première demande actuellement en vigueur sur le marché obligataire vise, de ce fait, la protection des épargnants. Cette disposition répond au souci d'instaurer, à la création du marché, un climat de confiance favorable à la mobilisation de l'épargne nationale et internationale. Elle tient aussi compte du contexte socio culturel de l'Algérie dont l'une des caractéristiques majeures est l'absence quasi-totale d'une culture boursière. Elle était souhaitable voire indispensable au lancement du marché. Il aurait été inimaginable il y a dix ans, dans les circonstances de l'époque que le marché existât et fonctionnât correctement sans cette exigence de garanties.

Cette exigence a permis dans une phase de démarrage du marché obligataire d'assurer la sécurisation des premières opérations du marché ainsi que la mobilisation de plus de deux cent (200) milliards de dinars algériens d'emprunts obligataires en dix (10) ans. Elle a eu, néanmoins, pour effet, d'un côté, d'accroître le taux de sortie des emprunts obligataires, ce qui a tendance à rendre moins compétitive cette source de financement par rapport aux crédits bancaires et l'inefficience dans le pricing²⁰⁵ des émissions obligataires qui ne reflète pas le risque des émetteurs, d'un autre côté.

Il est à noter dans ce cadre, que même si la garantie représente une protection pour l'investisseur et le motive à placer son épargne dans cette catégorie de titres assez sécurisée, elle reste cependant contraignante pour l'émetteur et ce en matière de coûts et de lourdeur.

En effet, la présentation d'une garantie lors d'une émission obligataire paye à l'entreprise en matière de temps et de coûts. Cette opération demande une procédure administrative lourde qui fait perdre à l'entreprise du temps et de l'énergie. Elle reste aussi assez coûteuse pour mettre en place le gage de garantie d'un côté et la mobilisation des biens présentés comme hypothèque d'un autre côté.

Par ailleurs, force est de reconnaître qu'au fil du temps, l'exigence de garanties crée des distorsions regrettables sur le marché, créant ainsi un biais dangereux, qui obère finalement l'objectif initial de protection des épargnants qui l'avait si justement motivée. L'une de ces distorsions concerne la déresponsabilisation de l'émetteur, à partir du moment où, les investisseurs et les épargnants n'achètent pas le papier de l'émetteur, mais la garantie ; ce qui transforme le marché en « caisse » plutôt qu'en lieu d'échanges et de reflet de l'économie réelle des émetteurs concernés.

Finalement, même si les garanties ont bien contribué au succès du marché financier, cette formule pourra continuer de jouer un rôle dans la protection de l'investisseur mais d'une manière secondaire et complémentaire vu les distorsions qu'elle présente, d'où la nécessité de mettre en

²⁰⁵ La formation du prix des obligations sur le marché secondaire.

place un nouveau système d'évaluation du risque de l'émetteur et/ou de l'émission qui permette une meilleure efficacité du marché et de meilleures conditions de pricing ; on parle de la notation des obligations et des émetteurs.

Cependant, il est important de ne pas faire de la notation une exigence pour l'octroi du visa d'émission. Le libre jeu doit prévaloir. Les entreprises savent mesurer leur intérêt plus que quiconque. Et rendre la notation obligatoire n'aurait pas de sens en soi. Sa prise en compte dans la modulation de l'exigence de garanties doit en revanche être clairement spécifiée.

2. La notation : outil d'amélioration de la transparence au sein du marché obligataire algérien

Le premier constat lorsqu'il s'agit de parler de la notation au niveau du marché financier algérien est que la diffusion de l'information financière sur ce marché financier reste assez faible. Cette information devrait être régulièrement diffusée sur les sociétés faisant appel public à l'épargne.

En effet, les entreprises cotées à la bourse d'Alger sont dans l'obligation réglementaire de publier leurs états financiers semestriels et annuels ainsi que tout événement important touchant la gestion ou l'activité de l'entreprise ; mais dans la réalité ces entreprises communiquent très peu ; et même si elles obéissent aux exigences réglementaires posées dans ce cadre, elles le font avec des retards qui font que la pertinence de l'information soit limitée et diminuée.

L'information économique et financière est indispensable pas simplement dans le but de la sécurisation de l'épargne investie en valeurs mobilières, mais aussi parce que c'est un moyen incontournable pour drainer à la fois l'épargne locale et les investissements directs étrangers. En effet, Pour intéresser les fonds d'investissements à la recherche d'opportunités, il est indispensable de mettre à leur disposition les moyens de facilitation de placement et de répondre à leurs besoins d'information. La notation présente, pour ces fonds, un moyen efficace qu'ils utilisent énormément dans leur activité.

Par ailleurs, les investisseurs algériens, qu'ils soient personnes morales ou physiques, manquent de culture financière et boursière et ne disposent pas des connaissances nécessaires pour l'évaluation des risques liés aux placements notamment obligataires. A cet effet, l'introduction de la notation sur le marché financier algérien s'avère nécessaire en vue de se rapprocher des standards internationaux et surtout d'améliorer l'information sur le marché et d'instaurer une meilleure transparence en attirant des flux significatifs d'investissements directs.

Ainsi, l'émergence de structures spécialisées d'analyse de l'information financière est indispensable. La problématique de la notation va au-delà des marchés financiers. La notation est devenue un instrument de bonne gouvernance et de transparence au service de l'économie de façon générale, et comporte plusieurs avantages pour les opérateurs économiques. Ainsi, les banques, les compagnies d'assurance, les organismes de garantie, les sociétés cotées ou non cotées peuvent solliciter volontairement la notation pour établir une certaine cote de crédit et une certaine réputation.

3. L'opportunité de l'introduction d'un système de notation au sein du marché obligataire algérien

L'idée d'introduire la notation financière au sein du marché financier algérien trouve sa justification dans le constat que l'environnement financier algérien manque d'instruments indépendants d'évaluation du risque de crédit afin de distinguer les différents niveaux de risques et par conséquent, mieux calculer les spreads. Elle permettra aussi une plus grande transparence sur le marché. Et il n'y a pas à douter que ce système d'évaluation va fortement contribuer au développement du marché des capitaux en général et à celui du marché financier en particulier.

L'instauration de ce système permettra aussi, comme cela a été évoqué plus haut, de diminuer les coûts des emprunts obligataires en réduisant le recours aux garanties matérielles et favorisera la confiance des investisseurs locaux et étrangers.

En effet, en l'absence de notations, les investisseurs et prêteurs algériens sont moins enclins à allouer des fonds à des emprunteurs qu'ils connaissent peu. Le fonctionnement du marché obligataire en est directement affecté. Or, au niveau international, c'est par ce biais que de nombreuses entreprises, institutions financières, collectivités territoriales, Etats, etc., trouvent les financements dont ils ont besoin pour leur développement.

Par ailleurs, les titres cotés au niveau de la bourse d'Alger, notamment les titres obligataires, souffrent d'une illiquidité significative ; et « selon des études réalisées par différentes sources, dont le FMI, la note améliore l'information disponible sur le risque de crédit et, par conséquent, le fonctionnement et la liquidité des marchés de capitaux »²⁰⁶. Les notations jouent en effet un rôle non négligeable en aidant les emprunteurs à attirer des capitaux en provenance du monde entier. Elles contribuent à une meilleure rencontre entre l'offre et la demande de financement. Cette fonction est essentielle car l'information fournie par la notation contribue à la circulation des capitaux.

²⁰⁶ Standard & Poor's rating services : «Notation – Rôle & Réglementation en Europe», Paris, février 2012.

Il est à indiquer dans ce cadre, que le plan de réforme, lancé par la commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse en collaboration avec le Programme des Nations Unies pour le Développement (PNUD), qui regroupe cinq principaux chantiers notamment celui de la mise à jour de la loi relative au marché financier algérien, prévoit dans les nouveaux textes proposés l'introduction de la notation financière comme moyen de substitution aux garanties matérielles exigées jusqu'à ce jour par l'autorité du marché pour la quasi totalité des émissions obligataires.

En effet, les autorités de régulation du marché financier algérien, qui ont bien compris l'importance de la notation financière, envisagent de la rendre prochainement possible pour tous les émetteurs d'actions et d'obligations, toutes les entreprises cotées à la Bourse des valeurs mobilières et les institutions. Cette mesure sera certainement étendue à d'autres acteurs du marché, au fur et à mesure de son implémentation.

Même une mauvaise note vaut mieux qu'une absence de notation. La notation aidera à dynamiser notre marché financier qui est pour l'instant très timide et de ce fait concoure timidement au développement économique de notre pays.

Cette activité pourrait être assignée dans un premier temps à la Compagnie Algérienne d'Assurance et de Garantie des Exportations (CAGEX), comme agence de notation. Cette institution est déjà sur un grand projet de notation interne au profit des banques algériennes. Un progiciel complet incluant tous les indicateurs de notation interne a été développé et est fonctionnel. Ce même logiciel pourrait être utilisé et adapté à la notation externe : notation des émetteurs des emprunts obligataires.

4. Le système de notation CAGEX et la possibilité de son adaptation aux besoins du marché obligataire algérien

La compagnie Algérienne d'Assurance et de garanties des exportations (CAGEX) est régie par l'ordonnance 96/06 du 10/01/1996 relative à l'assurance crédit à l'exportation. Elle a pour mission d'encourager et de promouvoir les exportations Algériennes en dehors des hydrocarbures.

La CAGEX a été créée le 03/12/1996 sous forme d'une SPA (Société Par Actions), au capital social de 450 MZDZ réparti à part égales entre les actionnaires :

- Banques : BADR, BDL, BEA, BNA, CPA ;
- Compagnies d'assurance : CAAR, CAAT, CCR, CNMA, SAA.

La CAGEX offre à ses clients une panoplie de produit dont les principaux sont :

- L'assurance crédit export (Couverture des risques nés de l'exportation) ;
- L'assurance crédit domestique (Crédit inter entreprises, crédit à la consommation) ;
- L'assurance "Faires" ;
- La vente d'informations économiques et financières ;
- Le recouvrement de créances ;
- La coassurance et réassurance ;
- La notation des entreprises.

L'activité de notation des entreprises est une activité récente pour la CAGEX à comparer aux autres activités.

L'idée de l'utilisation de la CAGEX comme première agence de notation en Algérie nous est parvenu dans cette recherche suite aux différents débats et recommandations formulées par les experts nationaux et internationaux dans le cadre du plan de réforme du marché financier algérien lancé en 2011²⁰⁷.

En effet, la CAGEX dispose d'un système de notation relatif aux crédits bancaires incluant plusieurs paramètres à utiliser dans la notation des obligations avec juste quelques adaptations aux spécificités de ces titres.

²⁰⁷ La première phase de ce projet intitulée : « phase d'évaluation et de conception » a été lancée le mois de novembre 2011 et clôturée le mois de décembre 2012. Ce projet est actuellement en sa deuxième phase relative à la mise en place des recommandations formulées lors de la première phase.

➤ **Présentation du système actuel de notation de la CAGEX**

Le système de CAGEX-rating a été lancé par la CAGEX, en collaboration avec l'association des Banques et Etablissements Financiers (ABEF) et les banques publiques, à l'entame de l'année 2014. Il vise à consolider et à améliorer les capacités techniques des banques en matière d'évaluation des risques et contribue également à développer de nouveaux réflexes chez les managers pour le bénéfice de leurs entreprises et de leurs partenaires.

Le choix de la CAGEX comme organisme de notation externe répond aux normes adoptées par le Comité de Bâle II et permet de renforcer l'environnement bancaire par l'utilisation d'un outil de notation basé sur un logiciel utilisant les standards les plus évolués en matière de scoring.

En pratique, le système de CAGEX-rating constitue une méthode automatisée d'évaluation de la solvabilité, destiné à apprécier et à anticiper le risque de défaillance d'une entreprise, au moyen d'une analyse rigoureuse et exhaustive de données historiques et prévisionnelles des risques crédit susceptibles d'avoir un impact sur la capacité d'une entreprise à faire face à ses obligations financières.

Conçu en full web, le système de notation mesure la solvabilité d'une entreprise cliente de la banque et évalue sa capacité de remboursement sur le court et moyen terme en fonction de la demande de crédit (Crédit d'exploitation ou Crédit d'investissement).

Les critères d'évaluation expriment les différents risques liés à la stratégie de l'entreprise, son modèle économique, son mode opératoire, son management, sa chaîne de valeurs, ses financements, ses ressources humaines, ses dispositifs juridiques, son positionnement sur le marché et son environnement.

La méthode repose à la fois sur des critères quantitatifs et qualitatifs dont la finalité principale est de déterminer une note à partir d'un score global permettant de qualifier le niveau de risque crédit. Cette note, se composant d'un chiffre et d'une appréciation générale peut être mise à jour et/ou révisée.

L'apport d'un score à l'analyste de la banque a pour avantage de fournir une synthèse de risque. Il s'agit d'une fiche de synthèse qui peut être considéré comme un compte rendu de la situation de l'entreprise. Le contenu informationnel du rating permet aux utilisateurs de mieux appréhender le risque.

➡ **Le processus de notation**

La notation établie par la CAGEX est une notation sollicitée ; elle est effectuée à la demande de la banque.

Le processus suivi par la CAGEX diffère, en quelques sorte, de celui des agence de notation les plus connues au monde ; il se base sur une méthode automatisée uniquement sans passer par un comité formé d'analystes et de directeurs ; aucune visite ou entretien avec les dirigeants ou représentants de l'entreprise n'est aussi réalisée.

Le système CAGEX Rating est composé de trois (3) modèles. Il utilise trois cent quatre (304) critères prédicateurs de risque. Il s'appuie également sur un questionnaire composé, dans l'ensemble, de plus de 600 questions traitant des principaux facteurs d'analyse des risques.

Par ailleurs, l'analyste doit respecter un certain nombre de phases à savoir :

- La réception du dossier ;
- Analyse de l'entreprise ;
- La notation ;
- La production de la note ;
- Suivi et mise à jour de la note.

➡ **L'échelle de notation**

Le système CAGEX Rating utilise un rating divisé en sept (7) catégories de risque. Ces classes de risque se présentent ainsi :

Correspondance score/notation (classes de rating)			
Notation des entreprises (classes rating)	Qualification du risque (catégorie de risque)	Score en points (zone classement-affectation)	Score en %
1	Excellent	355 < score = 444	80 < score = 100
2	Très bon	288 < score ≤ 355	65 < score ≤ 80
3	Bon	266 < score ≤ 288	60 < score ≤ 65
4	Modéré	244 < score ≤ 266	55 < score ≤ 60
5	Acceptable	223 < score ≤ 244	50 < score ≤ 55
6	Elevé	202 < score ≤ 223	45 < score ≤ 50
7	Très élevé	0 < score ≤ 202	0 < score ≤ 45

En outre, le risque de crédit de l'émetteur peut être estimé comme suit :

Niveau et qualité du risque de crédit	Estimation du risque
Classes 1, 2 et 3.	Bon émetteur
Classes 4 et 5.	Arbitrage
Classes 6 et 7.	Mauvais émetteur

Source : CAGEX

➤ Les possibilités d'adaptation du système CAGEX-rating aux émissions obligataires algériennes

Le modèle CAGEX-rating conçu pour la notation des entreprises demandant des crédits bancaires est un modèle qui comprend, comme nous l'avons cité supra, plusieurs critères qualitatifs et quantitatifs concernant l'entreprise, son secteur d'activité et son environnement économique. Il peut, dans ce cadre, être utilisé pour la notation des émetteurs ou les émissions d'emprunts obligataires au sein du marché financier algérien.

Néanmoins, ce système ne peut être utilisé tel quel car il existe certaines spécificités liés aux émissions obligataires que ne revêtissent pas les crédits bancaires.

Dans un premier temps, il est très important d'adapter le processus actuel au processus utilisé par les grandes agences de notation internationale dans le cadre des émissions obligataires et émetteurs ; il faut, dans ce cadre introduire :

- Une phase de collecte d'informations plus complète et rigoureuse et ce à travers les sources internes (entreprise à noter) et les sources externes ;
- Un élargissement de l'analyse environnementale au marché financier dans lequel cette émission aura lieu ;

- Des entretiens réguliers avec l'émetteur afin de compléter les informations fournis par ce dernier et avoir les réponses à tout questionnement ou point non éclairé aux analystes ;
- Un comité de notation dont le rôle est très important. La note ne peut être, en effet, attribué juste à travers un système informatique basé sur des critères prédéfinis ; l'appréciation du comité est d'une valeur capital pour la note octroyée. Aussi, la composition du comité, la pluralité et la qualité de ses membres ne peut qu'apporter plus de précision et de qualité à la note attribuée par l'analyste à travers le système utilisé.

Par ailleurs et concernant les critères utilisés dans le scoring actuel, il est indispensable d'insérer des critères liés aux caractéristiques des emprunts obligataires, à savoir :

- La méthode de paiement des intérêts (obligations à coupons annuels ou à coupons zéro par exemple) ;
- Les méthodes de remboursement du capital (à échéance, par anticipation, par annuités...etc.) ;
- La valeur d'émission et de remboursement ;
- La durée de l'obligation qui peut être à long terme alors que le système actuel ne prend en considération que le court et moyen terme.

Les pondérations affectés à chaque critère doivent, elles aussi, être revues en fonction du degré d'importance de chaque critère en relation avec l'émetteur, son émission et le marché obligataire lui-même ; ces dernières ne sont pas forcément les mêmes que celles utilisées actuellement pour le scoring.

Finalement l'échelle de notation utilisée actuellement doit aussi être adaptée au marché obligataire et être distincte de celle du scoring en utilisant notamment des lettres, au lieu de chiffres, et ce à l'image de ce qui se fait à l'international. Cette échelle peut aussi être réduite à trois ou quatre principales catégories au lieu de sept.

Conclusion de la deuxième partie

Née aux Etats-Unis au début du 20e siècle, la notation financière s'est rapidement développée grâce à l'évolution du marché des capitaux américain et en particulier du marché obligataire. La modernisation de la place, la création de nouveaux instruments financiers et l'ouverture des marchés domestiques aux investisseurs étrangers ont fait qu'il est devenu essentiel d'informer toujours mieux les investisseurs afin de les protéger des risques d'insolvabilité. L'histoire du "rating" se confondant d'ailleurs, à ses tous débuts, avec celle des sociétés d'analyse financière de crédit.

Les premières notations ont concerné beaucoup plus les émetteurs et les émissions mais elles se sont élargies, au fil du temps et des besoins d'informations et d'analyse de la part des investisseurs et des collectivités, à des domaines plus larges et précis. La notation représente en fait l'expression de la solvabilité d'un emprunteur. Elle se concrétise par différents types de notation. Elle peut être le fait d'une banque centrale qui estime le risque de défaillance d'une entreprise, d'une agence de notation qui va apprécier le risque de défaillance à court et à long terme d'un émetteur, d'une institution financière qui recourt au scoring afin d'appréhender, de manière standardisée, le risque de défaut de l'emprunteur ou enfin d'une localité ou un pays pour estimer sa performance et sa puissance économique.

Cependant même si l'activité de la notation est restée indépendante pendant plusieurs années, les défaillances des agences ont poussé les autorités politiques et monétaires de différents pays de réduire leur influence sur les marchés financiers en encadrant mieux leurs activités. Le Congrès des États-Unis a voté en 2006 le Credit Rating Agency Reform Act, une loi qui modifie le statut N.R.S.R.O afin de briser la structure oligopolistique du marché en encourageant la concurrence entre agences. En Europe, un règlement du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit a mis en place un enregistrement et une surveillance des agences qui souhaitent voir leurs notes utilisées dans l'Union européenne.

La notation qui ne représente qu'une opinion des agences, repose sur un processus détaillée de l'analyse d'un certain nombre de facteurs qualitatifs et quantitatifs qui permettent d'évaluer la solvabilité d'un émetteur et d'aboutir à une note qui reflète le risque de contrepartie de l'émetteur. Ce processus lui-même repose sur un certain nombre de critères liés notamment à la sincérité, la qualité et la transparence. L'OICV a établi, dans ce cadre, un code regroupant cinq principes primordiaux qui permettent de renforcer l'intégrité du processus de notation.

L'activité de notation est exercée par des agences spécialisées dont les principales sont Moody's, Standard & Poor's et Fitch. Leur mission consiste à réduire ce que les économistes dénomment les asymétries d'information ; elles remplissent donc le rôle de fournir une information à l'attention des investisseurs sur le risque de défaut des emprunteurs. Elles ont connu un rôle grandissant à partir des années 1980 et sont devenues incontournables, tant pour les émetteurs que pour les investisseurs ; mais elles sont aussi au cœur d'un certain nombre d'interrogations touchant à :

- leur indépendance en matière d'appréciation alors qu'elles sont très souvent rémunérées par ceux qu'elles notent;
- leur difficulté à évaluer correctement certaines opérations financières de plus en plus complexes.

La notation revêt une importance qui ne cesse de progresser et dominer et ce par apport aux acteurs (investisseurs, émetteurs et régulateurs) et aux marchés. En effet, depuis plus de 100 ans, le recours à la notation facilite l'accès des entreprises et des Etats au marché obligataire et, pour les investisseurs, l'évaluation du risque qu'ils prennent à prêter à ces organisations. La fonction de la notation est importante, mais très spécifique. Elle permet aussi un meilleur fonctionnement et une plus grande liquidité des marchés.

S'agissant du marché obligataire algérien, caractérisé par une absence quasi-totale de l'activité de notation, un recours accru à l'exigence de garanties matérielles pour les émissions obligataires d'entreprises, un manque de culture financière significatif et une illiquidité des titres cotés, la notation représente la clé de voûte qui participera activement au développement de ce marché qui reste dans un état embryonnaire après quinze années de sa création.

CONCLUSION GENERALE

Les développements des marchés de capitaux dans le monde ont permis et suscité une extension et un approfondissement de la théorie financière ne serait-ce que pour pouvoir modéliser les positions de plus en plus importantes des salles de marché des banques tandis que cette théorie se trouvait souvent à l'origine de la création d'instruments nouveaux ou de nouvelles manières d'aborder des questions anciennes.

De cette féconde interconnexion entre théorie et pratique sont nés les grands marchés financiers d'aujourd'hui qui constituent des machines de transfert de risque à l'échelle des nations dans lesquels des intervenants peuvent céder leur risque financier à d'autres qui achètent et reçoivent pour cela une prime appelée prime de risque plus ou moins rémunérée selon la quantité de risque unitaire achetée.

En effet, l'économie dans laquelle nous vivons n'est plus une économie d'endettement (où le financement par crédits bancaires prédominait), mais une économie de marchés financiers caractérisée par l'appel direct des groupes à l'épargne par émission d'actions ou d'obligations. Ils assurent, de nos jours, des fonctions très importantes vis-à-vis des entreprises, des investisseurs et de l'économie. Ils représentent le baromètre de toute économie à travers leur activité, leur dynamisme et leur développement.

Le marché obligataire est un marché très particulier de par sa structure, son mode de fonctionnement et sa volumétrie. Les marchés obligataires locaux apparaissent clairement comme sources d'opportunités pour les investisseurs par les divers gains d'efficacité qu'ils procurent. Ils contribuent ainsi à l'amélioration de l'efficacité économique du pays, et ce, en imposant une « discipline de marché » à l'économie dans son ensemble.

D'un point de vue conceptuel, les marchés financiers ne sont efficaces que si le prix des titres reflète à tout moment toute l'information pertinente disponible. Un marché est d'autant plus efficace qu'il est liquide, que l'accès à l'information est libre pour tous, que le coût des transactions est faible et que les individus sont rationnels. Le concept d'efficacité des marchés financiers a trois acceptations d'importance inégale : l'efficacité fonctionnelle, le comportement rationnel des acteurs et l'efficacité informationnelle. Selon cette dernière acceptation, un marché sera efficace si l'ensemble des informations permettant l'évaluation des actifs financiers est immédiatement et complètement reflétées dans les cours.

Cependant, les marchés financiers réalisent la fonction essentielle de conduire les fonds vers les individus ou les entreprises qui ont des opportunités d'investissement productif. Si le système financier ne réalise pas cette fonction correctement, alors l'économie ne peut fonctionner de façon efficace et la croissance économique sera menacée. Cette fonction implique une capacité à exercer des jugements sur les opportunités d'investissement qui seront plus ou moins rentables. En conséquence, un système financier doit combattre les problèmes d'information asymétrique, dans lesquels l'une des parties d'un contrat financier possède une information bien moins précise que l'autre.

Dans ce cadre, la sélection adverse intervient avant que la transaction financière n'ait lieu, lorsque les risques de mauvais emprunts potentiels sont ceux qui recherchent le plus activement à se financer. L'aléa moral intervient après que la transaction ait lieu. Il intervient parce qu'un emprunteur a une incitation à investir dans des projets à hauts risques dans lesquels il gagne beaucoup s'il réussit, mais dans lesquels le prêteur supporte la plus grosse part de la perte si le projet échoue.

Ces phénomènes liés à l'asymétrie d'information sur les marchés financiers et notamment obligataires ne peuvent se résoudre qu'à travers l'amélioration de la transparence : C'est dans cet objectif qu'est née la notation qui permet d'éclairer et d'orienter les investisseurs en classant le risque des émetteurs et/ou émissions dans des grilles de notation allant de AAA (les moins risqués) à DDD (les plus risqués).

A l'origine, la notation financière s'est développée comme un contrepois aux effets de la libéralisation des marchés. C'est ce qui explique plus généralement pourquoi les différentes autorités de contrôle, notamment françaises, ont milité en sa faveur, dans l'optique de rendre les marchés plus transparents. Elle s'est étendue ensuite à des domaines plus vastes et complexes, il y a ainsi la notation traditionnelle et de référence, la notation sauvage, la notation interne et externe, la notation d'opération, la notation en devises étrangères et la notation souveraine.

A cet égard, dans le système financier international, les agences de notation jouent un rôle central dans l'évaluation des risques aussi bien par des emprunteurs privés que publics. Le rôle de ces agences s'est davantage renforcé par la nouvelle réglementation bancaire internationale notamment Bâle 2. Leur développement récent résulte du besoin croissant des acteurs de faire face à l'asymétrie informationnelle en matière de mesure de risque.

Actuellement, le marché international de la notation est dominé par trois agences américaines, Moody's, Standard&Poor's et Fitch rating. Les agences de rating insistent sur le fait que leurs notes ne sont que des "opinions", elles ne garantissent donc rien à personne. Elles peuvent de ce fait se tromper sans pour autant être tenues responsables de rien. D'où les remises en question sur leur fiabilité, leur indépendance et leur sérieux face à l'accroissement de leur influence, notamment sur les facilités de financements et donc la croissance des entreprises voire aujourd'hui, des Etats.

Pendant des décennies les agences de notation n'ont fait l'objet d'aucune réglementation spécifique, nationale et encore moins internationale. Mais ceci n'a pas empêché certaines autorités politiques de reconnaître ou de donner une certaine crédibilité aux notations attribuées par les agences, et donc un certain crédit aux agences elles mêmes. C'est ainsi que les régulateurs, par l'intermédiaire de leur autorité boursière, ont mis en place plusieurs réglementations qui permettent de mieux encadrer cette activité qui sert à tous les acteurs économiques et les économies.

En Algérie, du contexte de développement dans lequel se trouve le pays se dégage un grand besoin d'investissement. Dans le choix de leurs sources de financement, les Etats et les entreprises préfèrent le financement bancaire qu'ils considèrent, moins contraignant et discret. Cette situation caractérisée par l'absence d'équilibre d'informations (entre agent à capacité de financement et agent à besoin de financement), et de règles claires sur le marché financier, a favorisé l'instauration d'une économie d'endettement.

Aujourd'hui, face aux insuffisances du marché monétaire et à la croissance des besoins d'investissement, il s'avère nécessaire de s'orienter vers le marché financier qui offre des ressources longues et moins coûteuses. Cependant, cette nouvelle logique, ne peut ignorer la protection accrue des investisseurs compte tenu des risques qu'ils courent. Le système de notation vient donc, créer un cadre de confiance entre émetteurs et investisseurs, et permettre aux entreprises solides financièrement et dotées d'une bonne solvabilité de se détourner des garantie, avec leurs lourdes conditions administratives et financières.

L'introduction d'un système de notation permettra à la fois, aux épargnants de pratiquer de plus en plus le marché obligataire, et aux entreprises et Etats de le solliciter en masse. Telles sont les deux situations qui contribueront à une plus grande fluidité du marché obligataire.

Conformément aux hypothèses sur les quelles a été basé ce travail, nous concluons que :

1. Le marché obligataire est un compartiment très important du marché financier, de part le volume transigé au niveau de ce marché et de son importance dans la canalisation de l'épargne vers les investissements productifs ;
2. L'efficacité des marchés financiers dépend principalement de l'efficacité du système informationnel au niveau de ce marché et donc de la disponibilité et du coût de l'information concernant les différentes opportunités d'investissement ;
3. L'asymétrie d'information favorise le pouvoir de marché de certains investisseurs et peut justifier les différences d'anticipation. Elle conduit à l'émergence de deux types de problèmes qui causent l'inefficacité, à savoir le problème de la sélection adverse et celui de l'aléa moral ;
4. La notation est l'un des outils les plus importants qui permet de réduire l'asymétrie d'information entre prêteurs et emprunteurs et d'améliorer la transparence;
5. La notation constitue, pour les investisseurs, un critère clé dans l'estimation du risque qu'un investissement comporte, particulièrement dans le cadre des marchés obligataires de plus en plus globaux qui rendent difficile la maîtrise de l'information et donc de tous les paramètres de risque ;
6. les agences de notation financière sont devenues un élément important de développement des marchés financiers et des économies. Sans une notation financière en laquelle l'investisseur peut avoir confiance, il est pratiquement impossible de promouvoir la circulation des capitaux, un investisseur ne s'impliquant que lorsqu'il comprend, ou croit comprendre, les risques auxquels il est confronté ;
7. la notation revêt une importance considérable pour tous les acteurs de marché ; elle permet aux autorités des marchés financiers d'assurer une meilleure transparence et donc un meilleur contrôle ; aux emprunteurs de réduire leurs coûts d'emprunt (les emprunts ayant une bonne notation offrent une rémunération réduite) et d'éliminer les coûts de la garantie ; et aux investisseurs de disposer d'un bon outil d'évaluation du risque ;
8. la notation représente la clé de voûte qui participera activement au développement du marché obligataire algérien qui reste dans un état embryonnaire après quinze années de sa création. Elle permettra d'un côté, de réduire le recours accru à l'exigence de garanties matérielles pour les émissions obligataires d'entreprises et d'attirer, de ce fait, plus d'émetteurs sur le marché, et d'améliorer, d'un autre côté, la liquidité des titres cotés et la culture financière des investisseurs actuels et potentiels.

A la lumière de ces conclusions, nous recommandons fortement d'instaurer le système de notation des obligations et des émetteurs au niveau du marché financier algérien. Il est nécessaire, dans ce cadre, de revoir le cadre réglementaire actuel régissant ce marché et de permettre la création des agences de notation en Algérie.

Dans une première phase, cette activité pourra être confiée à la Compagnie Algérienne d'Assurance et de Garantie des Exportations (CAGEX) qui dispose de l'expertise et des moyens nécessaires vu qu'elle est sur un projet similaire relatif à la notation interne au niveau des banques. La notation externe des émetteurs des obligations constituera, pour cette institution, une autre étape de développement du système déjà mis en place au profit des banques et ne nécessitera que le changement et le paramétrage de quelques données propres aux émissions obligataires.

BIBLIOGRAPHIE

1- Ouvrages

1. BERNET-ROLLANDE Luc et CHANOINE Philippe : « Pratique des marchés de capitaux », édition DUNOD, Paris, 2010.
2. BOURACHOT.H, G.RENOUARD&J-L.RETTEL : « 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers », édition Bréal, Paris, 2000.
3. CELIVE Daniel : « Agences de Notation: Comment elles influencent l'économie mondiale», édition FastBook Publishing, Paris, juin 2010.
4. CHARDOILLET Eric, SALVAT Marc, TOURNYOL DU CLOS Henri: « L'essentiel des marchés financiers : front office, post-marché et gestion des risques », édition d'organisation, Paris, 2010.
5. CHARRAUX Gérard : « Gestion financière », Edition Litec, Paris 1996.
6. CHOINEL Alain & ROUYER Gérard : « Le marché financier : structures et acteurs », édition collection Banque, Paris, 1996.
7. COLLOMB Jean-Albert : « Finance de marché », édition ESKA CHRONO, Paris 1999.
8. DE LA BRUSLERIE (H) : « Gestion Obligataire (tome1) : marchés, taux d'intérêt et actifs financiers », édition Economica, Paris, Septembre 2002.
9. DE LACHARRIERE Marc Ladreit : «Le droit de noter: Les agences de notation face à la crise », édition Grasset, Paris, octobre 2012.
10. DE POLIGNAC Jeanne-Françoise: « La notation financière, l'approche du risque de crédit », revue banque édition, Paris, 2002.
11. DIDIER Samuel, WEILL Nicolas : « Les dessous du triple A. Agences de notation : récit de l'intérieur », édition Omniscience, France, mars 2012.
12. EUGENE F. Brigham& JOEL F. « Fundamentals of Financial Management», édition Concise, 7ième édition, Houston, janvier 2010.
13. GAILLARD Norbert : «Les agences de notation », édition la découverte, Paris, Février 2010.
14. GILLET Philippe : « l'efficience des marché financiers », édition Economica, 2ième édition, Paris, février 2006.
15. GILLET Philippe : « L'efficience des marchés financiers », édition Economica, Paris, 1999.
16. GINGLINGER Edith : « Le financement des entreprises par les marchés de capitaux », édition PUF, Paris, 1991.
17. GODLEWSKI. C, M. MERLI : « gestion des risques et institutions financières », édition Pearson, paris, 2007.
18. HAMON Jacques : « Bourse et gestion de portefeuille », édition Economica, Paris, 2011.
19. HENRY Gérard Marie : « Les marchés financiers », édition ARMAND COLIN, Paris, 1999.
20. HILLAIRET Caroline : « Asymétrie d'informations sur le marché financier », éditions universitaires européennes, juillet 2010.

21. JACQUILLAT Bertrand & SOLNIK Bruno : « Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques », édition DUNOD, Paris, 1990.
22. JAWADI Fredj ; SAHUT Jean-Michel ; HARMATTAN Firme : « Inefficiency et dynamique des marchés financiers », édition l'Harmattan, Paris, 2009.
23. KARYOTIS Daniel : « La notation financière : une nouvelle approche du risque », édition la revue Banque, Paris, 1995.
24. KOLIFRATH Gilles et JOURNEL Thomas : « Marchés monétaire et obligataire », tome 1, édition revue banque, Paris, 2002.
25. LARDIC Sandrine et MIGNON Valérie, « L'efficacité informationnelle des marchés financiers », édition la Découverte « Repères », Paris, 2006.
26. LE SAOUT Erwan; THEODORE Jean-François : «Introduction aux marchés financiers », 3ième édition, édition Economica, Paris, 2011.
27. MAGALI A. Martin : « Agence de notation financière: Analyse financière et attribution de notes», édition Fast Book Publishing, Paris, juin 2011.
28. MAINA Eric : « la gestion obligataire », 2ième édition, revue banque édition, Paris, juillet 2012.
29. MISHKIN Frédéric, BORDES Christian et d'autres : «Monnaie, banque et marchés financiers », édition PEARSON Education, Paris, 2004.
30. MORISSETTE Denis: « Valeurs mobilières et gestion de portefeuille », 3e édition, les éditions SMG, Québec, 1993.
31. MORISSETTE Denis : « Gestion financière », édition SMG, Paris, 2011.
32. PAGE Jean-Paul: « Gestion financière et création de valeur », édition DTR, Québec, 2005.
33. PAGET BLANC Eric & PAINVIN Nicolas: «La Notation financière : Rôle des agences et méthodes de notation», édition Dunod, Paris, décembre 2006.
34. RAIMBOURG Philippe : « Les agences de rating », édition Economica, Paris, 1990.
35. SIMON Yves : « Encyclopédie des marchés financiers », édition Economica, Paris, 1997.
36. SINCLAIR Timothy: «The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness», Cornell University Press, New York, 2005.
37. SPIESER Philippe : « Information économique et marchés financiers », édition Economica, Paris, Mai 2000.
38. TEULIE Jacques & TOPSACALIAN Patrick : « Finance », édition Vuibert, Paris, 1997.
39. VERNIMMEN Pierre : « Finance d'entreprise », édition DALLOZ, Paris, 2009.

المراجع باللغة العربية

1. حسن خلف فليح ، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع ، الأردن، 2006.
2. حسن محروس، "الأسواق المالية و الاستثمارات المالية"، كتب عربية، مصر، 2006.
3. حسين عصام، "أسواق الأوراق المالية (البورصات)", دار أسامة، الطبعة الأولى، عمان- الأردن، 2008.
4. محمد الداغر محمود ،"الأسواق المالية، مؤسسات - أوراق - بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، مصر، 2007.

5. صبري هارون محمد، "أحكام الأسواق المالية، الأسهم و السندات"، دار النفائس للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، 1999.
6. عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
7. وهيب الراوي خالد، "إدارة المخاطر"، دار المسيرة للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009.
8. د. وليم اندراوس عاطف، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
9. د. السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية: نظرة معاصرة، الطبعة الثانية، دار الفكر العربي، القاهرة، 2000.

2- Revue, périodiques, et fascicules

1. Autorité des Marchés Financiers: « Rapport 2006 de l'AMF sur les agences de notation; Notation crédit des entreprises », France, Janvier 2007.
2. Autorité des Marchés Financiers: « Rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation; Notation crédit des entreprises », France, février 2008.
3. Autorité des Marchés Financiers: « Rapport 2009 de l'AMF sur les agences de notation; Notation crédit des entreprises », France, février 2010.
4. AXA Gestion Privée : «Comprendre les produits structurés», France, 2010.
5. Banque des Règlements Internationaux : "Financement structuré : complexité, risque et recours aux notations », France, Juin 2005.
6. BARKAT Daoud : « Mesure réglementaire du risque du crédit, le recours aux agences externes de notation : l'impact pour les pays en développement », LEO-Laboratoire d'Economie d'Orléans, Faculté de Droit, d'Economie et de Gestion, Avril 2002.
7. BOUGUERRA Faïza : «Réformes du cadre législatif et réglementaire des agences de rating», Lavoisier/Revue française de gestion, 2008/2 - n° 182.
8. CHAPUT Yves : « contrôle et responsabilité de la notation financière : les agences de rating en droit français », R.I.D.C, 2-2006.
9. CHARREAUX Gérard, IAE DIJON – CREGO : « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures», LATEC, Septembre 1998.
10. Commission fédérale des banques : « Circulaire agences de notation », Suisse, 2006.
11. CSIKOS Patrick : « émergence d'une nouvelle gouvernance internationale privée/publique: les cas des agences de notation financières et des normes comptables », travaux de science politique nouvelle série n° 19, Université de Lausanne, Institut d'études politiques et internationales – 1015 Lausanne.
12. D. LEVITT Steven & DUBNER.J: « FREAKONOMICS », Folio actuel, n° 132, éditions DENOEL, 2007.
13. DE MONTESQUIOU M. Aymeri : « Rapport d'information n° 598 » fait au nom de la MCI Agences de notation, juin 2012.
14. Direction Générale du Trésor et centre d'analyse stratégique : «cahier de l'évaluation, n°5, France, février 2011.

15. Erwan GAUTIER : « Les marchés financiers comme indicateurs avancés des retournements conjoncturels : le cas américain », Banque de France, Service de Statistique – GRECSTA, 2011.
16. FERRANDON Benoît, MONTEL-DUMONT Olivia : « Le financement de l'économie, nouveaux acteurs, nouveaux enjeux – Les agences de notation », Cahiers français n°331, édition la documentation française, avril 2006.
17. GAILLARD Norbert : « Quelles régulations pour l'industrie de la notation? », Décembre 2012.
18. HOUSE Richard: « Ratings trouble », Institutional Investor, octobre, 1995.
19. infographie du Monde, 5 octobre 2007.
20. Institut Canadien des Valeurs Mobilières : « Introduction au commerce des valeurs mobilières », Montréal 2006.
21. KIRABAEVA Korlai : « Antisélection et crises financières », revue de la banque du Canada, Montréal, hiver 2010-2011.
22. MICU Marian, Eli REMOLONA.M et D.WOOLDRIDGE Philip : « Incidence des annonces relatives à la notation sur les primes des contrats dérivés sur défaut » : Rapport trimestriel BRI, juin 2004.
23. Moody's : « Rapport annuel 2000 », France, 2000.
24. PRUDHOMME Cécile, « Les agences de notation, arbitres contestés des marchés financiers », Le Monde, 28.03.2002.
25. Saudi capital market authority: « General securities qualification examination », KSA 2010.
26. Securities and Exchange Commission (SEC) et United States Government Accountability Office : « rapport sur les « modèles alternatifs de rémunération des agences de notation », janvier 2012.
27. Standard & Poor's rating services : «Notation – Rôle & Réglementation en Europe», Paris, février 2012.
28. Standard & Poor's: “(2007), U.S. Ratings Fees Disclosure et S&P (2011), Standard & Poor's Ratings Services – U.S. Ratings Fees Disclosure”, US, 2011.
29. ZELMER Mark : «La réforme du processus de notation financière », Revue du système financier, France, Décembre 2007.
30. د.أحمد التميمي، معايير التصنيف الائتماني في المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة المستثمرون.
31. د.أمانى بورسلي، "التصنيف الائتماني و علاقته باتفاقية بازل 2"، Capital Standards، الكويت 2011.
32. بلعزوز بن علي و مداني أحمد، "التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية وشرعية"، مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع بالكويت حول: "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، كلية العلوم الإدارية بالكويت، 16 ديسمبر 2010.
33. بن سليمان آل فواز مبارك، «الأسواق المالية من منظور إسلامي»، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.

34. بن امر بن حاسين، دلحسين جديدين، أ.د محمد بن بوزيان، " كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية – العدد 02-2012، الجزائر 2012.
35. مفتاح صالح ومعارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد 07، ورقلة- الجزائر، 2010/2009.
36. مثنى عبد الإله ناصر، "كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، ندوة حول دور لأسواق المالية في التنمية الاقتصادية" - تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 2005/12/11.
37. هيئة السوق المالية السعودية، " نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية"، المملكة العربية السعودية، 2010.
38. الهيئة العامة للرقابة المالية، "مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية و أهمية تنويع المحفظة الاستثمارية"، مصر، 2009.

3- Lois et règlements

1. République Algérienne Démocratique et Populaire : Code de commerce Algérien : Algérie, 2007 ;
2. Décret législatif 93-10 modifié et complété par loi n° 03 -04 du 17 février 2003 relatif à la bourse des valeurs mobilières ;
3. Loi 03-04 du 17 février 2003 modifiant et complétant le décret législatif 93-10 modifié et complété relatif à la bourse des valeurs mobilières;
4. Décret exécutif n°91-170 du même jour déterminant les variétés et formes de valeurs mobilières ainsi que les conditions de leur émission par les sociétés de capitaux ;
5. Règlement COSOB n° 03-02 du 18 mars 2003 relatif à la tenue de compte –conservation de titres.

4- Thèses

1. BENJAMIN Taupin : « Le maintien institutionnel comme travail de justification : Le cas de l'industrie de la notation du crédit », thèse de doctorat soutenue le 12 octobre 2011, Université Paris DAUPHINE ;
2. GHOUMA Hatem : « Essays on governance, managerial opportunism and Debt costs and ratings», thèse de doctorat soutenue en juin 2008, HEC Montréal;
3. LANTIN François : « Impacts de la notation financière sur le prix des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006», thèse de doctorat soutenue le 27 novembre 2009, Université Jean Moulin Lyon 3 ;
4. TCHIKO Faouzi : « Analyse des crises des pays émergents : proposition d'un modèle explicatif », thèse de doctorat soutenue en 2010, Université Abou Bakr Belkaid – Tlemcen ;

5. BENCHABANE Meriem: “Etude comparative des marchés financiers maghrébins : Maroc, Tunisie, Algérie”, thèse de magistère soutenue le 26/06/2012, Université de Mouloud MAAMRI, Tizi-Ouzou.

5- Sites internet:

1. <http://terminale-stg-mercatique.over-blog.com/article-3-les-circuits-de-financement-de-1-economie-41089253.html>
2. www.guide-finance.ch/ica_french/glossary/pages/11482-11747.html
3. www.edubourse.com
4. <http://www.lalibre.be/economie/actualite/article/451304/qu-est-ce-qu-un-krach-boursier.html>
5. <http://www.contrepoints.org/2011/05/07/24180-le-surprenant-pouvoir-des-agences-de-notation>
6. <http://www.moodys.com/Pages/atc.aspx>
7. <http://www.20minutes.fr/article/549419/Economie-Les-agences-de-notation-ont-accentue-la-crise-financi-egrave-re.php>
8. http://www.abcbourse.com/apprendre/1_agences_notation.html
9. http://www.amf-france.org/documents/general/8690_1.pdf
10. <http://www.banque-france.fr/fr/instit/services/fiben/cotation/index.htm>
11. http://www.banquefrance.fr/fr/publications/telechar/autres_telechar/implications
12. <http://www.cairn.info/revue-regards-croises-sur-l-economie-2008-1.htm>
13. <http://www.easybourse.com/bourse/pedagogie/fiche/les-agences-de-notation-107/tableau-109>
14. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_fr.htm
15. <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/revues-collections/questions-internationales/articles/34-gaillard.pdf>
16. <http://www.lafinancepourtous.com/Les-agences-de-notation.html>
17. <http://www.latribune.fr/actualites/economie/unioneuropeenne/20090427trib000370909/le-parlement-europeenplace-les-agences-de-notation-sous-surveillance.html>
18. <http://www.sciencespo.fr/ceri/>