

## Quelle information peut changer la note de l'émetteur ?

# L'INFLUENCE DES F&A



**ANNE-LISE  
RONSSE-  
RENARD**  
Ater sciences  
de gestion  
IDP-Larime  
Valenciennes

Trois types de risques – les risques financiers, sectoriels et spécifiques liés à l'émetteur – entrent dans le contenu informationnel d'un *rating*. Néanmoins, certains événements sont plus susceptibles de provoquer un changement de note. Les fusions acquisitions semblent les plus probants, bien que d'autres, comme l'actualisation des états financiers, l'environnement ou la rentabilité, aient également une réelle influence.

Certaines informations, comme les déclarations de résultats, les dividendes annuels, les financements nouveaux, les fusions et acquisitions sont cycliques et peuvent influencer la note de l'émetteur. Même si dans ce cadre, le dirigeant joue essentiellement sur le niveau et la nature de l'endettement, peu d'études, à ce jour, ont analysé les implications des systèmes de notation sur ces types d'événement. Or, par ces informations, les investisseurs vont reconnaître une certaine qualité de la firme. D'un point de vue théorique, ceci est en accord avec le modèle de Myers et Majluf (1984) qui montre que le mode de financement d'un investissement constitue un signal pour le marché. La réduction du risque de faillite qui résulte de ces opérations entraîne une augmentation de la valeur de marché des dettes, ce qui conduit à une réduction de la valeur des

capitaux propres. On assiste dès lors à un transfert de richesses en faveur des créanciers. Cependant, il se peut que des événements importants justifient une mise sous surveillance, un changement de perspective sur la note ou une modification de celle-ci. Ceci nous amène donc à nous interroger sur le contenu informationnel de la note. En conséquence, notre objectif est de rechercher qualitativement<sup>1</sup> l'origine du changement de note des sociétés françaises cotées entre 1997 et 2005. Nous verrons que ce changement est lié non seulement à des risques financiers, des risques industriels mais aussi à certaines opérations influençant le niveau de fonds propres de l'émetteur.

1. Analyse sémantique des "notions" les plus utilisées par S&P lors des communiqués de presse.

### LES ÉTUDES ANTÉRIEURES

L'examen des raisons permet de confirmer la présence ou non d'un contenu informationnel de la note puisque les informations utilisées dans ces changements de *ratings* relèvent soit du domaine des informations publiques, soit de données confidentielles.

#### L'étude de Pinches et Singleton et Weinstein

Pinches et Singleton (1978), Weinstein (1977) se sont interrogés sur la question du contenu informationnel du changement de *rating*, ainsi que sur la durée moyenne du retard d'ajustement des *ratings* aux nouvelles informations et en particulier aux informations qualifiées d'événements particuliers tels que l'émission de nouvelles dettes ou les opérations de fusions/acquisitions (F&A). Quatre

origines issues des changements de note ont été identifiées selon Weinstein à travers un échantillon de 132 modifications de rating entre 1962 et 1974 concernant 100 obligations d'entreprises multisecteurs, à savoir :

- l'actualisation des états financiers des entreprises (18 %) ;

- les opérations de F&A (8 %) ;

- l'intervention d'un événement spécifique tel que le retrait d'une autre obligation ou d'une dette bancaire (41 %) ;

- aucune raison, justifiée par des informations confidentielles (33 %).

Des résultats coïncidant avec ceux de Pinches et Singleton sur un échantillon de 207 firmes<sup>2</sup> entre 1959 et 1972, ont distingué deux types d'événements susceptibles d'entraîner un changement de rating :

- les changements des conditions financières ou opérationnelles ou les deux à la fois de l'entreprise (baisse de la part de marché, détérioration de la situation financière, insolvabilité, lancement de nouveaux produits...)

- la survenance d'un événement spécifique telle que l'émission de nouvelles dettes ou une opération de F&A.

Selon ces auteurs, dans le cadre d'un événement spécifique, le changement de rating peut intervenir avec un certain retard, ceci étant plus prononcé dans le cadre d'une modification de conditions financières ou opérationnelles. En effet, l'intervention d'événements spécifiques est souvent anticipée par le marché et communiquée par les entreprises bien à l'avance de façon à permettre une réévaluation de leur situation et de se prononcer sur leur éventuel changement de rating. Par opposition, lorsqu'il s'agit d'un changement des conditions financières ou opérationnelles des entreprises, les agences attendent avant d'engager un quelconque changement de rating afin d'estimer le degré de stabilité des nouvelles conditions. Le retard d'ajustement du changement de rating s'établit à 18 mois pour les changements découlant d'une détériora-

tion/amélioration des conditions financières ou opérationnelles des firmes. Quant au retard d'ajustement des changements découlant des événements spécifiques, il s'établit à 18 mois pour les hausses de rating et 6 mois pour la baisse. Ces études montrent que la valeur informative des modifications est pratiquement nulle puisque l'annonce de ces dernières ne s'accompagne d'aucun effet notable sur le prix des actions. Les investisseurs semblent avoir pris en compte l'amélioration (ou détérioration) de la santé financière des émetteurs bien avant que les agences n'aient publié leurs modifications. Par ce manque d'anticipation peut-on dire que ces événements ont été à l'origine des notes ?

### L'étude de Goh et Ederington

Goh et Ederington (1993) ont dressé un constat des réactions anticipées des cours boursiers entre 1984 et 1992. À partir de 1038 changements de rating issus de Moody's entre 1984 et 1986, ils distinguent différentes origines d'une modification de la note telles :

- la détérioration/amélioration des conditions susceptibles d'entraîner soit une réaction négative/positive minimale ou aucune si elle découle d'informations publiques ayant déjà été prises en considération par les investisseurs dans son comportement ;

- la hausse de l'endettement par l'émission de nouvelles obligations, qui induit dans la majorité des cas une baisse du rating mais des effets positifs sur les cours ;

- les autres raisons (faillite, poursuite judiciaire...).

Ils notent que les changements de notation ne peuvent être considérés comme homogènes et que leurs causes exposées ci-dessus doivent être prises en compte. Ainsi, les dégradations de note liées à la détérioration financière auront un impact négatif sur les cours boursiers. Au contraire, celles qui sont engendrées par un accroissement d'endettement de l'émetteur, et qui reposent généralement sur une information connue, n'induisent aucune réaction du cours.

### L'étude de Linciano

L'étude de Linciano, composée d'un échantillon de 299 émetteurs italiens entre 1991-2003, classe différentes catégories de notes selon :

- les changements de rating (hausse et baisses) ;

- les mises sous surveillance (positives et négatives) ;

- les changements anticipés (précédés soit par une mise sous surveillance ou une perspective) ;

- les changements contaminés (spéculations de la presse ou par annonces effectuées par entreprise elle-même).

L'origine des changements de notation selon Linciano serait ainsi liée

- aux F&A, dans 46 % des cas ;

- aux changements de conditions financières et opérationnelles, dans 36 % des cas ;

- aux autres raisons, dans 18 % des cas (réglementation).

De la même manière que François-Heude et Paget-Blanc (2004), Linciano analyse l'impact des changements de notation en tenant compte des données contaminées<sup>3</sup> et de l'origine de ces changements.

### L'étude de Damak

Damak (2006) analyse clairement l'impact que peut avoir un événement comme une opération de fusion acquisition sur la note (mise sous surveillance). Son étude s'établit entre 1990 et 2005 avec un échantillon final de 33 entreprises notées par Standard and Poor's dont 95 changements de notation avec 50 baisses et 45 hausses de perspectives. Il note alors trois causes importantes des changements de notation :

- les F&A avec 13 % pour les hausses, 17 % pour les baisses ;

- la détérioration des conditions financières et opérationnelles avec 86 % pour les hausses, 65 % pour les baisses ;

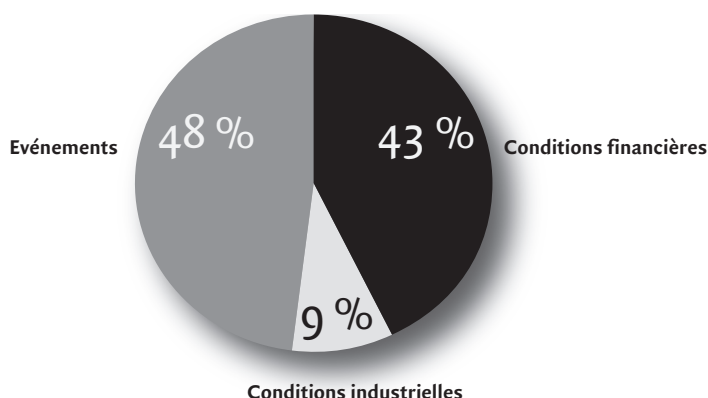
- le changement de réglementation avec 2 % pour les baisses.

L'examen des rendements anormaux résultant des hausses montre des résultats majoritairement non significatifs. Le cours réagit de façon

2. 18 entreprises de transport, 63 entreprises d'utilité publique et 126 entreprises industrielles.

3. Données contaminées signifient que d'autres annonces sur la fenêtre événement pourraient perturber l'événement étudié.

## 1. L'influence des événements et des conditions financières sur la note



très rapide à la mise sous surveillance lors d'une opération de fusion acquisition et de façon anticipée notamment le jour de l'annonce avec une baisse de - 1,70 % d'où un contenu informationnel important de la note. Les résultats concernant les rendements anormaux montrent une baisse significative en ce qui concerne les mises sous surveillance négatives pour détérioration des conditions financières, mais cependant moins forte que dans le cadre des F&A. Cela signifie que l'annonce de l'événement a un impact plus important que celles émises par des données financières sur la situation de l'entreprise.

### ANALYSE QUALITATIVE : LES CHANGEMENTS DE NOTE DES SOCIÉTÉS FRANÇAISES ENTRE 1997-2005

Grâce à la collaboration de l'agence Standard & Poor's, nous avons recensé tous les changements de notation des sociétés françaises cotées sur le marché entre 1997 et 2005 au nombre de 298. Notre échantillon composé de 58 sociétés a été ainsi étudié afin de comprendre les causes d'un changement de notation. Ces entreprises sont cotées sur le CAC 40. Les baisses de notes ont été nettement plus nombreuses que les hausses, puisque l'on dénombre 78 abaissements contre seulement 26 relèvements, soit un ratio

de 3 sur 58 entreprises. Par exemple en 2001, on note 10 dégradations d'un plot dans le cas de Carrefour, Lafarge, Rhodia, Decaux, Schneider, Technip, SFL, Suez et de deux plots pour Alcatel et France Telecom, contre 4 notes relevées d'un plot pour Thomson, Rémy Cointreau, Aventis, et EADS.

Afin de mieux cerner les origines d'un tel changement, nous avons analysé 466 communiqués publiés sur Lexis-Nexis<sup>4</sup>. Ces communiqués rassemblent plusieurs quotidiens les plus connus du marché bousier sur la période du 1<sup>er</sup> janvier 1997 au 31 décembre 2005. L'information recueillie peut être très abondante et hétérogène et pose les mêmes difficultés de compréhension et d'analyse. Aussi, un logiciel de traitement de texte<sup>5</sup> nous a aidés à traiter ces données. Après dépouillement des 466 communiqués et des 22 486 mots, nous avons analysé les occurrences des 6 643 mots restant à notre étude (figures 2, 3 et 4). L'étude montre que les changements de notations sont liés davantage à des opérations qui modifient le bilan financier qu'à des conditions industrielles (figure 1).

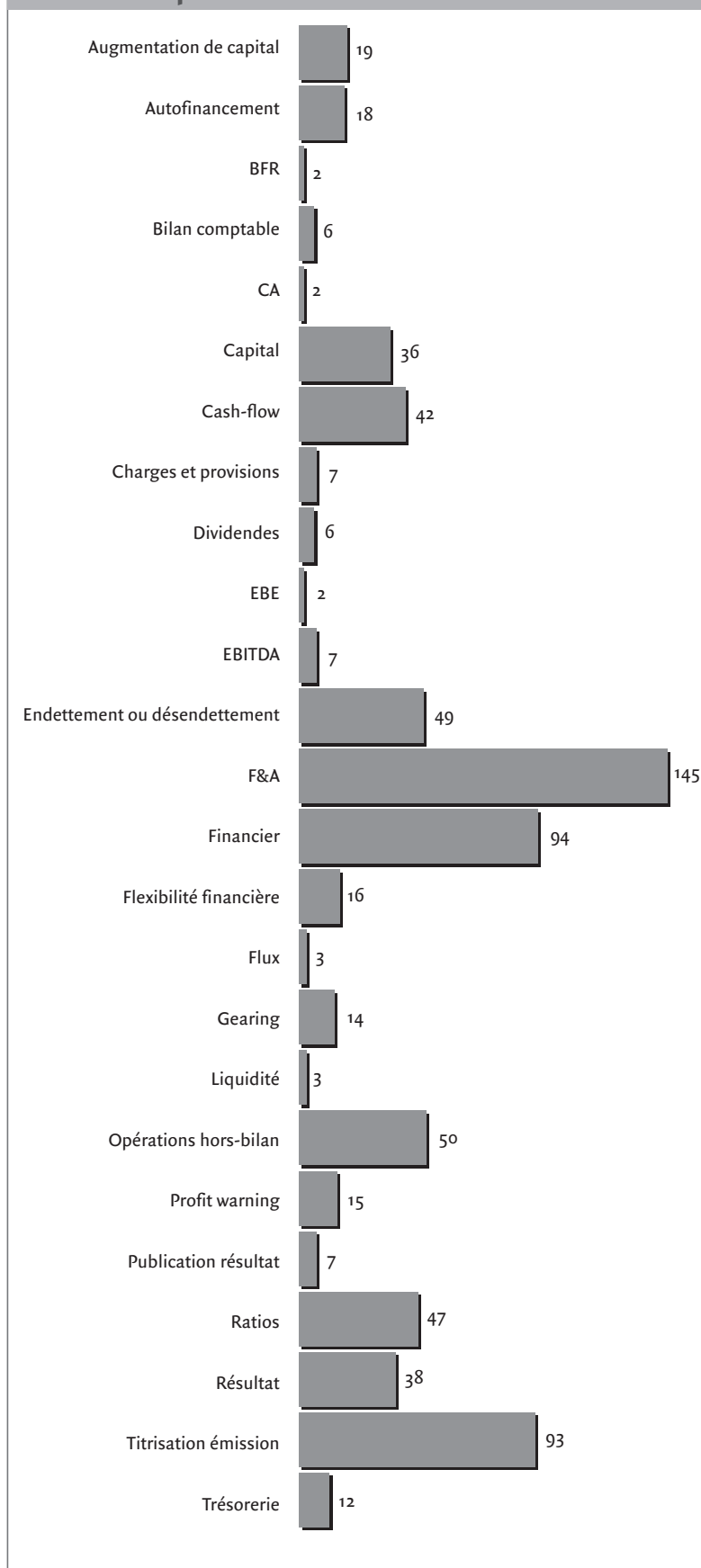
4. Base de données spécialisée dans l'actualité internationale générale, des sociétés (Le Figaro, Les Échos, La Tribune...).

5. Le logiciel Sphinx+ permet l'analyse lexicale des mots et le regroupement de mots ayant la même racine ou connotation.

## ■ INFLUENCE DES OPÉRATIONS SUR LE CHANGEMENT DE NOTE

	Hausse	Baisse	Mise sous surveillance
publication résultat	2	2	8
profit warning	1	2	4
émission emprunt	0	3	1
augmentation de capital	3	1	10
OPA/E/R	0	6	24
offre rachat	2	3	16
fusion	3	2	6
événement 11 Septembre	0	0	4
entrée bourse	2	2	8
BPA	0	2	1
prise de contrôle	1	1	1
cession d'actifs	2	7	6
acquisitions	2	7	13
portefeuille de dérivés de crédit	1	0	1
émissions océanes	0	0	1
émission obligations échangeables	2	0	2
prise de participation	1	2	3
options de vente	0	0	2

## 2. Occurrences des mots en lien avec les risques financiers



### Incidence du *rating* sur le risque financier

#### Les F&A, causes les plus concluantes des changements de note

En tant qu' "événements", les thèmes regroupant la notion de F&A apparaissent comme les causes les plus concluantes des changements de note (voir la figure 2 et le tableau). Aussi, nous pouvons remarquer que celles-ci influencent davantage les mises sous surveillance.

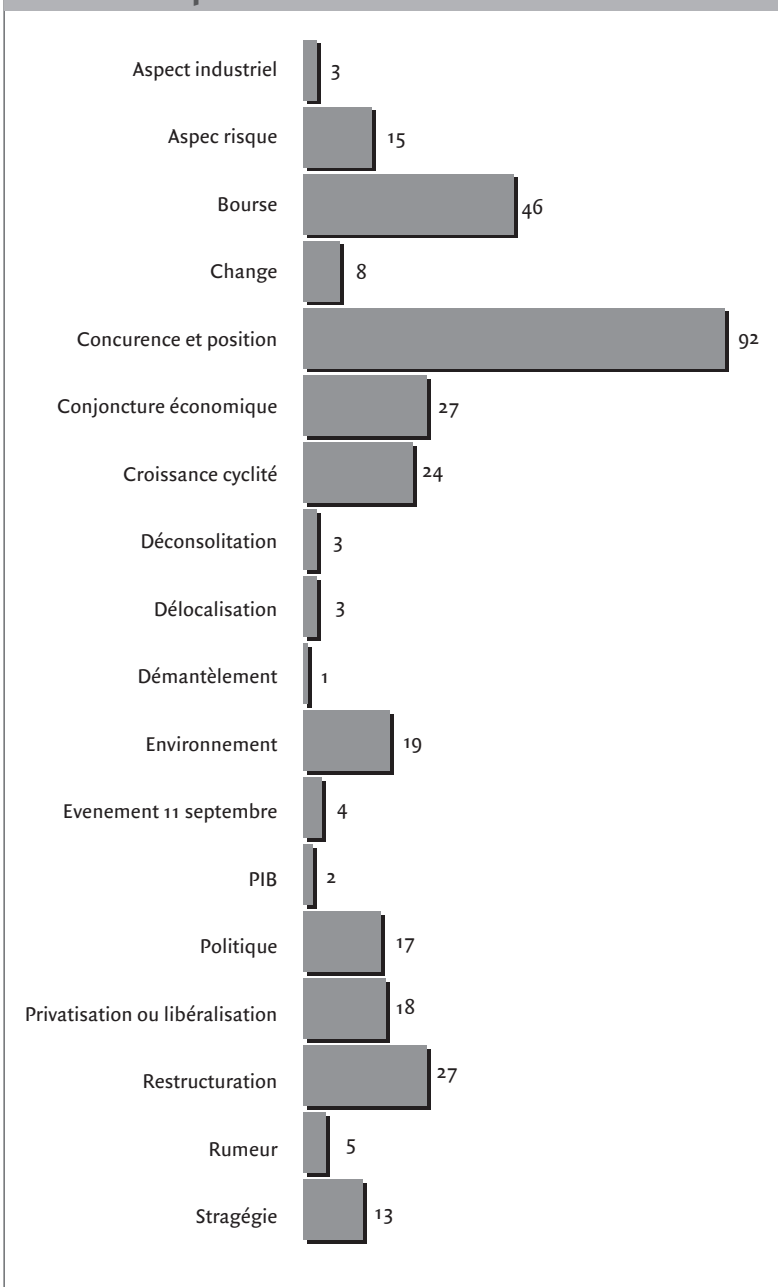
Les programmes de "rachat d'actions", si préjudiciables à la qualité de crédit en raison de la sortie cash qu'ils impliquent sont ainsi à remarquer dans l'évaluation de la note. Prenons l'exemple de TotalFinaElf qui a déboursé 3,5 milliards d'euros pour racheter ses propres actions, mais sans pour autant mettre en danger sa note, ces rachats étant financés par des cessions d'actifs et par le surcroît de cash-flows rendus disponibles par les cours très élevés en 2001. Dans le domaine du gaz de pétrole liquide (GPL), le groupe AGZ Holding, objet d'un *leverage buy-out* (LBO), s'est désendetté rapidement et ainsi vu sa note augmenter d'un *plot*.

Les F&A davantage financées par offres publiques sont propices aux changements de note et le plus souvent à une mise sous surveillance négative de la note (Gecina, Lafarge, Cap Gemini...). Cela explique pourquoi certains émetteurs ont préféré y renoncer, par peur de voir abaisser leur note. "La valeur d'acquisition, par exemple la valeur des bénéfices ou le mode de paiement et précisément l'offre publique, fournit aussi une information sur notre évaluation, et je pense même contrairement à l'augmentation de capital que cette information a un impact direct sur la note, affirme Éric Paget Blanc, Analyste chez Fitch. Car lorsque l'entreprise lance une OPA, entre le moment où elle l'annonce et le moment où elle est lancée, le délai est court et bien souvent nous avons l'information en amont, nous réagissons alors en conséquence contrairement à l'augmentation de capital où il peut se passer 1 à 2 ans, voir plus avant que l'événement ait réellement lieu..."

#### L'actualisation des états financiers et autres causes répertoriées

Tout comme les auteurs, nous retrouvons l'actualisation des états financiers, comme second élément d'un changement de note (figure 2). En

### 3. Occurrences des mots en lien avec les risques sectoriels



ont fait de l'endettement une priorité absolue : non seulement le groupe Alcatel, mais aussi le groupe France Telecom qui a vu sa note abaissée de 2 plots en dépit des performances satisfaisantes, en raison du retard de son programme de désendettement. Ceci illustre la difficulté de mener à bien des opérations de cessions dans un contexte peu propice aux transactions. Par exemple, l'importance de l'endettement de France Telecom en 2001 (65 milliards d'euros) nécessitait pour le maintien des notes des cessions significatives.

■ **Hors-bilan.** Autre notion, le problème des opérations hors-bilan notamment les retraites sous forme de *stake-holders pensions*, ou régime privé de retraites ouverts aux faibles revenus, bénéficient aussi d'une attention accrue dans les notes, avec l'incidence des charges de retraites sur la qualité de crédit des émetteurs et tentent de répondre à la volatilité des marchés boursiers, en intégrant les données disponibles.

Toutefois, certaines opérations touchent davantage le capital de l'émetteur. Par exemple, la qualité de crédit du groupe de télécommunications français s'est significativement améliorée suite à l'"augmentation de capital" de 15 milliards d'euros et aux cessions réalisées lors des quatre premiers mois de l'année 2001.

■ **Émission.** Le terme "émission" montre qu'un volume d'émission important a été poursuivi avec un impact des notes variable selon les cas. À ce titre, les opérations de financement d'avions (EADS) ont été les plus touchées, notamment en 2001, le reste provient de la décélération économique.

#### Le risque sectoriel

L'environnement, la position, la cyclicité et le profil secteur (risques spécifiques) sont également des facteurs qui influencent le changement de notation (voir la figure 3).

■ **L'environnement.** Les secteurs high-tech, télécoms, utilities (énergie électrique), aéronautique et chimie sont notés de façon nettement plus négative que ceux de la pharmacie et des biens de consommation. En 2001, 10 émetteurs ont vu leur note abaissée d'un plot dans le cas de Carrefour, Lafarge, Rhodia, Schneider, Technip,

effet, les agences tentent d'évaluer le potentiel dont dispose l'entreprise pour créer de la valeur, compte tenu de son importance et de ses positions sur son marché. Ici, l'analyse se fait surtout d'une manière historique et montre que les analystes retiennent des "ratios" tels que :

- le résultat opérationnel (EBITDA) ;
- le retour sur fonds propres ou *return on equity* (ROE) ;
- le retour sur les actifs ajustés ou *return on assets* (ROA) ;

- les *cash-flows* après charges fixes rapportés aux frais financiers, en particulier, les émetteurs dont le niveau de note dépend d'une amélioration attendue des *cash-flows* pour renforcer leur bilan pourraient être affectés si l'économie se redresse trop tardivement ;

- les fonds propres/endettement (*gearing*, levier financier).

■ **Endettement/désendettement.** Les effets d'endettement et de désendettement sont essentiels à l'évaluation de la note. Ce faisant, certains groupes

Decaux, Société Foncière Lyonnaise et Suez, de deux plots pour Alcatel et France Telecom. Enfin, la note à court terme de Renault est passée de A-2 à A-3. Alcatel, Lafarge, France Telecom et Rhodia avaient déjà été dégradés en 2000. Le secteur de l'aéronautique/défense, fortement pénalisé par la crise du transport aérien, est le plus exposé, avec 60 % de perspectives "négatives". Ce secteur ne compte néanmoins que 5 entreprises notées.

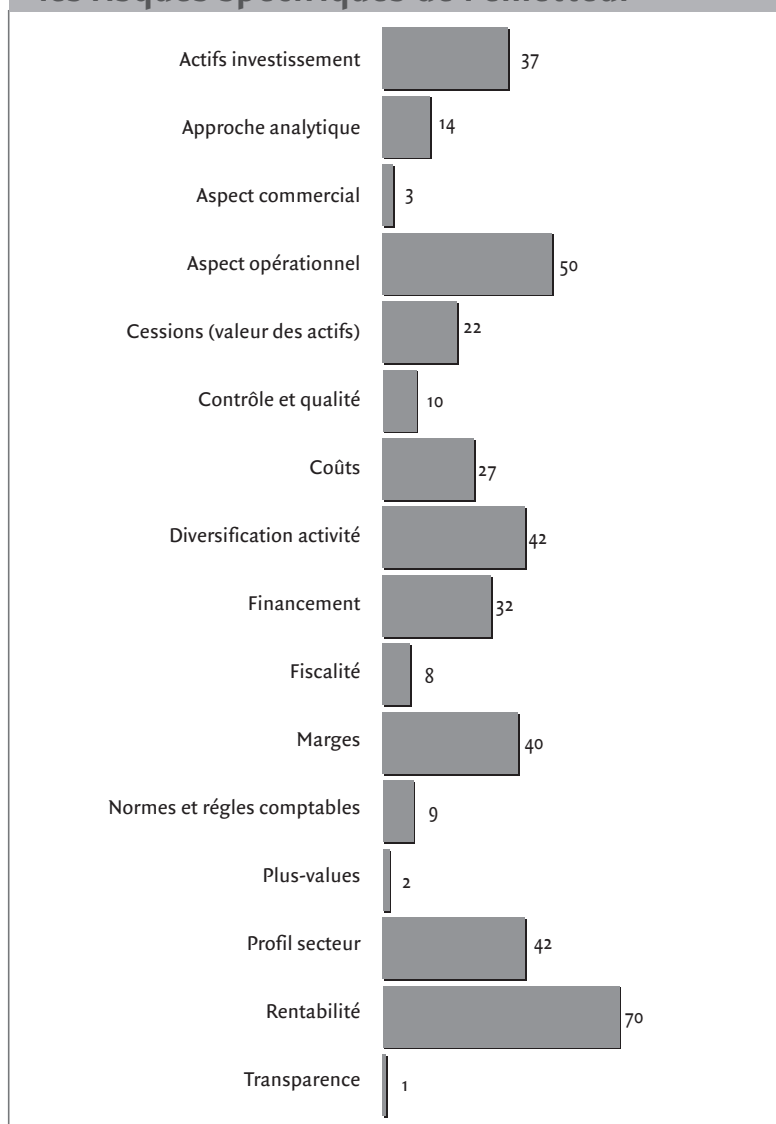
Proportionnellement, le secteur des utilities constitue une zone de "risque" plus importante : 48 % des 60 entreprises notées ont une perspective ou une surveillance avec implication négative. À noter également la forte proportion de perspectives négatives dans les biens de consommation, en raison de la consolidation du secteur et des "politiques" de croissance externe plus ou moins agressives qui en découlent (Danone...).

Pour les autres baisses de notes comme Carrefour, Alcatel, Rhodia, il est certain que la détérioration de l'environnement économique a pesé sur des situations financières fragilisées par des opérations de restructuration engagées en 2000 ou avant.

■ **Concurrence.** S'ajoute à cela, la pression récurrente d'une très forte "concurrence" entre les compagnies, notamment Air Liquide, Schneider qui cherchent un nouveau terrain d'expansion. L'analyse de la chaîne valeur semble constituer un pivot de toute réflexion stratégique. Si les équipementiers télécoms font figure de principales victimes, les activités traditionnelles cycliques comme la chimie, la communication, la sidérurgie connaissent inéluctablement un bas cycle, d'où la décision de retirer de la liste de surveillance Usinor, où le groupe avait été placé avec implication positive après l'annonce de sa fusion avec Arbed et Aceralia.

■ **Allocation de fonds propres.** En réassurance et dans une moindre mesure en assurance-dommages, une politique d'allocation des fonds propres plus fine et plus rigoureuse constitue également un facteur puissant de stabilisation des notes de solidité financière. C'est tout à fait le cas pour les intervenants exposés aux branches les plus volatiles, à savoir la réassurance et

#### 4. Occurrences des mots en lien avec les risques spécifiques de l'émetteur



les banques. Quelques révisions stratégiques – quelquefois déchirantes entre 1997 et 2005 – sont intervenues, conduisant certains groupes à se désengager totalement de ces activités, à réduire significativement leurs expositions (AXA, SCOR) ou à tout bonnement arrêter de souscrire.

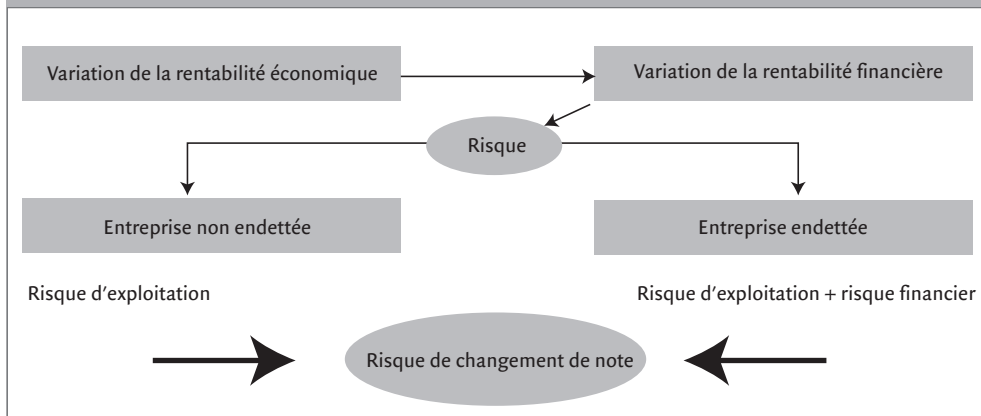
■ **11 Septembre 2001.** Les opérations de titrisation n'ont pas directement été touchées par les événements du 11 Septembre 2001, mais pour certains, la décélération de la croissance économique a entraîné l'abaissement d'un certain nombre de portefeuilles d'actifs titrisés, notamment par la cyclicité des cours qui s'est gravement confirmée en 2008.

#### Le risque spécifique de l'émetteur

L'analyse des occurrences a permis de mettre en évidence des tendances (figure 4).

■ **Rentabilité.** Les agences privilégient également, dans l'analyse de la rentabilité, l'importance des flux réels, comme l'autofinancement. En plus des ratios, les analystes examinent également la récurrence des niveaux de rentabilité plutôt que leur niveau absolu. En effet, ces niveaux diffèrent d'une industrie à l'autre ; ainsi les laboratoires pharmaceutiques ont des marges sur chiffre d'affaires relativement élevées, mais des niveaux de retour sur capitaux investis plus faibles, contrairement aux secteurs

## 5. Impact du levier financier sur la note



de la défense et de l'aéronautique, la rentabilité apparaît donc importante car elle permet :

- de renforcer les fonds propres et d'assurer la pérennité de l'entreprise ;
- de stabiliser l'actionnariat qui est très sensible aux bénéfices dégagés dans le cas des sociétés cotées ;
- de ne pas risquer que l'établissement soit sous-provisionné ;
- de rassurer tous les créanciers traditionnels de l'entreprise (fournisseurs, banquiers...);
- d'obtenir ultérieurement de bonnes conditions financières pour les emprunts contractés auprès des banques ou des marchés financiers.

Notamment, les relèvements de notes de Rémy Cointreau et d'Aventis reflètent une véritable amélioration de ces performances opérationnelles intrinsèques.

■ **Diversification des activités.** Elle est aussi un élément essentiel à l'évaluation de la note, qui permet d'accroître non seulement la gamme des pro-

duits mais aussi à augmenter la note de certains, alors qu'elle donne lieu dans d'autres cas à une reprise de la hausse des coûts. En effet, JC Decaux a vu ses notes abaissées étant donné son exposition aux activités d'affichages, fortement touchés par le recul des investissements publicitaires.

■ **Actifs d'investissement.** Enfin, les actifs d'investissement reposent sur la notion de valeur d'actif, conséquence même des opérations d'acquisitions. Il est donc normal que ce thème se retrouve de façon importante dans le risque spécifique de l'émetteur.

### QUELLE EST L'INFLUENCE DE L'EFFET DE LEVIER SUR LA NOTE ?

Une possible explication de l'influence des F&A sur le changement de note serait due à l'utilisation qui est faite de l'effet de levier pour financer l'opération. Celle-ci apparaissant le plus souvent dans les entreprises

financées en partie par de l'endettement. Cet effet peut être positif ou négatif et a pour conséquence de modifier le taux de rentabilité des fonds propres. Au risque économique (variabilité du résultat d'exploitation) va s'ajouter un risque financier (paiement des charges financières) qui augmentera la variabilité du résultat net et qui le cas échéant va dégrader la note de l'émetteur (figure 5). Il est alors difficile de conclure si la variation du changement de rating est due à la simple annonce de l'opération ou à une variation des flux. Afin de répondre à cette problématique, un autre article fera l'objet d'une analyse permettant de vérifier l'impact de l'effet de levier sur la note de l'émetteur. ■

## Références bibliographiques

- DAMAK, M. (2006), "Implications des systèmes de notation sur les cours boursiers", Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Paris II, Panthéon Assas.
- FRANÇOIS-HEUDE, A. ET PAGET-BLANC, E. (2004), « Les annonces de rating : impact sur le rendement des actions cotées sur Euronext-Paris », *Banque et Marchés*, n° 70, mai-juin, 16-28.
- GOH, J.C. ET EDERINGTON, L.H (1993), "Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders ?", *Journal of Finance*, 48, 2001-2008.
- LINCiano, N. (2004), "The Reaction of Stock Prices to Rating Changes", SSRN.
- MYERS, S. ET MAJLUF, M. (1984), "Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-222.
- PINCHES, G. E ET SINGLETON, J.C (1978), "The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Changes", *Journal of Finance*, 33, 29-44.
- WEINSTEIN, M. (1977), "The Effect of a Rating Change Announcement on Bond Price", *Journal of Financial Economics*, 5, 329-350.