

N° 19

Mai 2003

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur
avec la
contribution
d'Edith Ginglinger
et de Jean-Florent
Rérolle

- **ACTUALITE** : Les agences de rating
- **TABLEAU DU MOIS** : Les β de l'actif économique
- **RECHERCHE** : L'efficacité des administrateurs à mandats multiples
- **QUESTION ET REPONSE** : La valorisation des banques

ACTUALITE : Les agences de rating

Depuis plusieurs mois, les agences de notation font l'objet de critiques particulièrement violentes. Bien que l'opinion de l'agence de notation soit théoriquement destinée aux obligataires, il est incontestable que les actionnaires y attachent une importance croissante. Les chefs d'entreprises sont plus inquiets des conséquences d'un changement de note sur la valeur de l'action que sur leur *spread* de crédit.

De fait, lorsqu'elles interviennent dans un contexte difficile, la dégradation d'une note ou la simple mise sous surveillance de l'entreprise, augmentent l'inquiétude des investisseurs. Parfois, lorsqu'il existe dans les contrats de prêts des clauses dites de *rating trigger* qui permettent aux créanciers d'exiger le remboursement immédiat, la dégradation précipite l'entreprise dans une crise de trésorerie et une crise de confiance dont l'expérience montre qu'il est difficile de sortir. Un certain nombre de réflexions sont donc actuellement menées pour trouver des moyens de contenir l'influence que les agences de rating semblent avoir sur les mouvements du marché.

Souvent épidermiques, ces réactions manquent de recul. En réalité, si les agences de rating sont aussi attentivement écoutées par les investisseurs, c'est parce qu'elles délivrent au marché des informations utiles, d'autant plus crédibles qu'elles le font de manière indépendante. Cependant, cette action positive ne pourra être maintenue qu'à la condition qu'elles améliorent la qualité de leur notation pour tenir compte de la complexité croissante des entreprises et des marchés.

Des actionnaires attentifs

La notation est une opinion relative sur la capacité et la volonté d'un émetteur de faire face à ses obligations financières. Elle est donc destinée, avant tout, aux intervenants du marché bancaire et obligataire. À ces bénéficiaires classiques, il convient d'ajouter l'actionnaire.



LA LETTRE VERNIMMEN.NET :
LE COMPLEMENT DE L'OUVRAGE

ET DU SITE
WWW.VERNIMMEN.NET

Au sommaire du
prochain numéro :

- **ACTUALITE** :
Techniques
d'augmentation de
capital
- **TABLEAU DU MOIS** :
Les taux d'impôt sur
les sociétés dans le
monde
- **RECHERCHE** : Faut-il
réguler les ventes à
découvert ?
- **QUESTION &
REPONSE**

Les changements de notation (en particulier les dégradations) ont, en effet, un impact direct sur la valeur des actions. En terme de séquence, une information sera d'abord intégrée dans les cours, puis dans les prévisions d'analystes et enfin seulement, dans l'opinion des agences. Il apparaît donc clairement que la dégradation d'une note est, en partie, une réponse à une information déjà incorporée dans les cours et les prévisions des analystes.

Cependant, le fait que le marché réagisse à nouveau, montre que les changements de note apportent une information que les investisseurs ignoraient. Cette réaction n'est d'ailleurs pas forcément négative. En effet, une dégradation aura un effet négatif si elle est motivée par une détérioration des fondamentaux de l'entreprise. Dans certains cas, elle pourra avoir un effet positif si elle provient d'un transfert de valeur des créanciers vers les actionnaires (augmentation du levier financier permettant de dégager davantage d'économies fiscales, ou encore échange d'un actif dont les cash-flows sont peu volatils par un actif plus risqué).

L'attention dont bénéficient les agences de notation de la part des actionnaires s'explique facilement : l'analyse du risque de crédit s'exerce sur des éléments qui sont aussi importants pour l'actionnaire que pour l'obligataire. Ces éléments sont au nombre de trois : l'importance des cash flows futurs, leur volatilité, et leur répartition entre les actionnaires, les créanciers et les managers.

Les cash-flows que ses actifs seront en mesure de dégager doivent être suffisamment importants pour payer les frais financiers et rembourser l'endettement, mais aussi pour répondre aux exigences de rentabilité des actionnaires. La satisfaction de ces derniers est une garantie pour les créanciers car une diminution du cours de l'action diminue la flexibilité financière de l'entreprise et entame sa croissance potentielle.

La volatilité des cash-flows est le deuxième paramètre à considérer pour l'analyse de la solvabilité de l'entreprise. En effet, la variation potentielle d'un cash-flow attendu peut avoir une amplitude très différente. Plus l'amplitude est importante, plus la volatilité sera forte. L'analyse de la solvabilité consiste donc à apprécier les risques qui pèsent sur la génération du cash-flow. Ce second élément revêt une importance tout aussi capitale pour l'actionnaire : la valeur de l'entreprise est en effet égale à la somme des cash-flows prévisionnels actualisés par un taux représentatif de leur risque.

Enfin, le troisième élément clé de l'analyse de la solvabilité est la répartition des cash-flows entre différentes parties prenantes : les actionnaires majoritaires, les actionnaires minoritaires, les créanciers, les obligataires et les cadres dirigeants. Il s'agit tout d'abord de comprendre les règles de répartition qui découlent des choix de financement et des contrats ou engagements qui ont été conclus entre l'entreprise et ses partenaires. Mais il s'agit aussi d'identifier la probabilité de transferts de valeurs entre parties prenantes, ces transferts pouvant être le fruit de décisions conscientes ou inconscientes, officielles ou plus confidentielles... Un volet de l'analyse qui recouvre donc le système de gouvernance de l'entreprise.

Une position d'observateur privilégié

La note est généralement accompagnée de commentaires qui permettent de préciser les motivations qui ont fondé l'opinion de l'agence. Dans leur recherche permanente d'informations, les actionnaires ne peuvent donc qu'être attentifs à la position de l'agence car elle découle théoriquement de l'examen de tous les éléments constitutifs de la valeur d'une entreprise. Qui d'autre leur fournit une information aussi critique ? Les managers ont une tendance forte à ne divulguer que les bonnes nouvelles et à retarder la diffusion des mauvaises. Ils ne veulent pas s'engager sur le futur. Les analystes ont une logique essentiellement commerciale.

Quant aux auditeurs, il est dommage que leur travail sur les risques soit occulté, que leur mission vis-à-vis de l'assemblée des actionnaires soit réduite à un rapport binaire, ce qui a pour conséquence de limiter leur rôle à donner à l'actionnaire un " confort " sur des comptes historiques... alors que les investisseurs ont aussi besoin d'informations prospectives et non financières.

En outre, les agences s'appuient sur des informations privilégiées. Les agences ont un accès direct au management et font partie des rares intervenants extérieurs à examiner le business plan de l'entreprise. De plus, bien qu'elle soient rémunérées par les émetteurs, les agences sont certainement les acteurs pouvant revendiquer la plus grande indépendance (marché obligataire en forte croissance limitant leurs efforts commerciaux, faible chiffre d'affaires individuel des clients, notation fruit d'une opinion collective, le comité de notation).

Mais leur indépendance repose surtout sur leur puissance. Celle-ci provient du caractère incontournable d'un petit nombre d'agences et de leur quasi impunité juridique. Le caractère incontournable des trois principales agences de notation découle d'un statut spécifique (NRSRO) accordé par la SEC aux Etats-Unis. Les notations des NRSRO sont très largement utilisées dans les réglementations financières comme critère de sécurité applicable à certains investissements des broker-dealers, aux compagnies d'assurance, aux fonds de retraites des fonctionnaires, et à de nombreuses autres institutions financières.

Une notation plus délicate

Incontestablement, le bilan des agences de notation est globalement positif. Même si c'est à contrecœur, elles sont devenues des " auxiliaires de l'information financière " pour l'ensemble des investisseurs, et à ce titre elles sont un facteur de réduction de l'asymétrie d'information pour le plus grand bénéfice des marchés. Elles doivent à présent accepter pleinement cette responsabilité et prendre la mesure du chemin qui reste à parcourir pour que cette fonction continue à être remplie correctement malgré les bouleversements considérables de l'environnement économique et financier.

En effet, les différents éléments de l'analyse de crédit (les cash-flows, leur volatilité et leur répartition) deviennent de plus en plus abscons. Face à cette difficulté, les agences doivent intégrer de nouvelles dimensions dans leurs analyses pour leur plus grand profit ainsi que celui des émetteurs.

La génération de cash-flows par une entreprise devient de plus en plus difficile à estimer sur trois dimensions : la durée de l'avantage compétitif qui les rend possibles, la nature de ces cash-flows et le périmètre de leur génération.

L'analyse événementielle montre que les risques majeurs sont de nature plus stratégique que financière ou opérationnelle. Les risques sont multiples, mais surtout, interdépendants. Pris isolément, deux risques dont la probabilité d'occurrence et l'impact sur la création de valeur sont faibles peuvent avoir un impact redoutable lorsqu'ils sont concomitants.

Enfin, appréhender la répartition de la valeur entre les parties prenantes devient plus complexe. La globalisation des entreprises et l'apparition de clientèles financières prêtes à acheter des produits innovants ont permis le développement de structures juridiques et fiscales sophistiquées, l'émission de titres financiers hybrides ou de pratiques managériales dont les conséquences sont souvent difficiles à apprécier (les prix de transfert, ou la déconsolidation de certains actifs). Cette complexité permet aux managers ou aux actionnaires majoritaires d'effectuer des choix de répartition qui peuvent potentiellement léser les minoritaires ou des créanciers. Il appartient au gouvernement d'entreprise de s'assurer de l'équité et de la régularité de ce processus de répartition. Les entreprises ont mis en place des systèmes de gouvernance qui sont tous calqués sur les mêmes recommandations. Mais, force est de constater que Enron et Tyco étaient considérés comme des entreprises modèles dans ce domaine. Leur expérience montre que le simple respect de la réglementation n'est pas suffisant.

Pour une modernisation de la notation

Face à un environnement plus difficile que jamais à appréhender, les techniques des agences doivent évoluer sous peine d'être rapidement inopérantes. Le premier axe d'amélioration est de mieux anticiper les risques opérationnels en recourant plus systématiquement à la construction de scénarios alternatifs. Plus que le résultat, c'est ici la démarche qui est importante car elle suppose un échange plus profond avec le management.

Le deuxième axe d'amélioration est la compréhension des risques opérationnels et comptables. Dans ce domaine, l'agence doit se reposer sur les travaux de l'entreprise ou de ses auditeurs. Une discussion sur les analyses de risques menées par l'entreprise et leurs suites ne manquerait pas d'éclairer utilement les agences de notation sur la maturité du management dans ce domaine. De même, une rencontre avec les commissaires aux comptes, en présence des membres du comité d'audit, devrait être systématique afin de comprendre les choix comptables, et les systèmes de contrôle mis en place par l'entreprise.

Plus généralement, les agences doivent prendre la mesure de la qualité du système de Gouvernement d'entreprise. Dans une note récente, Standard & Poor's mentionne quelques situations anormales qui ont eu un impact négatif sur la solvabilité de l'émetteur (et donc sur le spread) :

- l'utilisation de ressources à des fins personnelles ou étrangères à l'entreprise par un groupe d'actionnaires dominant ;
- des rémunérations de dirigeants non maîtrisées ;
- des systèmes de primes qui compromettent la stabilité à long terme pour encourager des profits à court terme ;
- un contrôle insuffisant de l'intégrité de l'information comptable qui a eu pour conséquence une augmentation de la dette et du risque de liquidité.

Enfin, les agences doivent intégrer davantage la dimension de la valeur actionnariale des entreprises dans leurs analyses. Cela peut sembler paradoxal, mais dans leur désir de ne traiter que les problématiques des obligataires, elles ont oublié que le sort de ceux-ci est lié à celui des actionnaires.

Le remède de la concurrence

Au-delà de l'amélioration et l'approfondissement des techniques d'analyse utilisées par les agences de notation, leur influence individuelle pourrait être limitée en offrant au marché des sources d'information concurrentes. Il importe d'assurer la diversité des analyses, comme celle des investisseurs, pour éviter les retournements brutaux de situation. Dans ce cadre, la concurrence entre agences de notation est naturellement essentielle. Cette ouverture de la concurrence doit s'accompagner de normes professionnelles plus strictes, notamment sur la profondeur des diligences à mettre en œuvre avant d'émettre une opinion.

Mais l'amélioration de la concurrence sectorielle n'aura qu'un effet limité si on ne l'accompagne pas d'une concurrence " externe ". Après tout, la réduction de l'asymétrie d'information est plus l'affaire des entreprises que celle des agences de notation. Si l'on veut limiter l'influence de la notation sur les cours, il faut s'assurer que les marchés soient mieux informés en particulier sur les éléments stratégiques de l'entreprise. Pour juger de la valeur d'une entreprise, l'investisseur doit avant tout mesurer la capacité de cette dernière à créer des avantages compétitifs à long terme. Il ne peut y parvenir qu'en examinant des indicateurs non financiers.

Jean - Florent Rérolle

Merci aux Editions de La Martinière qui nous ont autorisé à publier cet article qui sera fera parti du Cahier N°6 Ernst & Young, "Le pacte de la transparence : Acteurs et éthique de l'information financière", juin 2003.

* * *

Nouveau sur le site www.vernimmen.net

Deux nouveaux cas de finance ont été ajoutés aux huit déjà présents : la restructuration financière de la société de jeux vidéo Titus et l'émission d'obligation convertible Promodès.

Par ailleurs, des corrigés ont été ajoutés pour quatre cas déjà présentés (les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants avec Metaleurop, l'évaluation des synergies avec Total Fina Elf, opération de croissance externe et paramètres financiers avec FGA et Promodès).

TABLEAU DU MOIS : Les β de l'actif économique

Le β économique n'est pas un β au rabais, mais le β de l'actif économique de l'entreprise tel que l'on peut le reconstituer à partir du β des capitaux propres et de la structure financière de l'entreprise ⁽¹⁾.

Il sert à la détermination du coût du capital. Voici pour quelques secteurs d'activités des β économiques :

β économique

Tabac	0,26
Autoroutes	0,33
Agroalimentaire	0,35
Immobilier	0,36
Biens de consommation	0,47
Grande distribution	0,50
Casinos	0,53
Equipementiers automobiles	0,68
Tous secteurs	0,71
Hôtels	0,78
Distribution textile	0,89
Travail temporaire	0,97
Média publicitaires	0,98
Construction électrique	1,01
Assurance vie	1,13
Gestion d'actifs	1,24
Logiciels	1,59

Source : Business Valuation Team BNP Paribas

(1) Pour plus de détail, voir le chapitre 41 du Vernimmen 2002.

RECHERCHE : L'efficacité des administrateurs à mandats multiples

La loi NRE, désormais entrée en application, limite à cinq le nombre de mandats d'administrateurs qu'une personne physique peut simultanément exercer dans des sociétés anonymes ayant leur siège en France. Les mandats d'administrateurs dans les sociétés qui sont contrôlées par une société dans laquelle est exercé un premier mandat, et non cotées, ne sont pas pris en compte dans cette limite. Cette limitation a engendré depuis le début de l'année un grand nombre de démissions d'administrateurs, contraints de se conformer à la loi. C'est peut-être l'occasion de s'interroger sur l'intérêt et les limites de la détention de mandats multiples par les administrateurs. D'un côté, un dirigeant d'une grande entreprise aura très peu de temps à consacrer à ses autres mandats d'administrateurs. Acceptera-t-il d'exercer pleinement ses fonctions et notamment de faire partie des différents comités émanant du conseil d'administration (audit, rémunération...) ? Les investisseurs institutionnels américains ont ainsi émis une proposition tendant à limiter à deux le nombre de mandats détenus dans d'autres sociétés (Council of Institutional Investors, 1998). D'un autre côté, ces dirigeants ont sans doute une expérience, un réseau et une vision stratégique plus larges qu'un administrateur non dirigeant, et le fait qu'ils soient beaucoup sollicités en témoigne. Ces compétences hors du commun compensent le temps limité qu'ils peuvent consacrer à leurs mandats d'administrateurs. Le nombre de mandats peut alors être assimilé à une mesure du capital réputation de l'administrateur. Cette appréciation est confortée par le fait qu'un administrateur d'une entreprise faisant faillite voit par exemple le nombre de ses mandats décroître rapidement après la défaillance.

Une large étude sur la détention de mandats multiples aux Etats-Unis pour 3190 entreprises cotées permet d'apporter un éclairage nouveau sur la question. Tout d'abord les faits : parmi les 23 673 administrateurs recensés, 84% ne détiennent qu'un mandat, seuls 2,3% détiennent quatre mandats ou plus, deux administrateurs détenant 11 mandats. Le cumul des mandats est toutefois essentiellement une caractéristique des grandes entreprises : plus de la moitié des mandats multiples concernent les 500 plus grandes d'entre elles. Les sociétés dont certains administrateurs cumulent plusieurs mandats sont six fois plus grandes que celles dont tous les administrateurs n'ont qu'un mandat, et leurs conseils comportent deux fois plus d'administrateurs indépendants.

Le principal résultat de cette étude ⁽¹⁾ est que, toutes choses égales par ailleurs, le fait que certains administrateurs détiennent des mandats multiples n'affecte en rien les performances des sociétés dont ils sont administrateurs. En revanche, les performances passées d'une entreprise déterminent le nombre de mandats futurs pour ses administrateurs, par un effet de réputation les amenant à être plus sollicités.

Par ailleurs, l'annonce de la nomination d'un administrateur détenant déjà des mandats par ailleurs est accueillie par une réaction favorable des cours des actions. Cet effet est sensiblement plus positif lorsqu'il s'agit de la première nomination dans un conseil d'un cumulard.

(1) S. Ferris, M. Jagannathan, A. Pritchard : Journal of Finance, Juin 2003.

N° 19
Mai 2003

Les conseils comportant des administrateurs multiples se réunissent plus fréquemment que les autres, et les administrateurs multiples font plus souvent partie des comités d'audit et de rémunération. Ils exercent également plus souvent les fonctions de président de ces comités. Enfin, à taille égale, la rémunération des administrateurs des conseils où siègent des cumulards est plus élevée que dans les autres conseils. Les administrateurs multiples ne paraissent pas chercher à se soustraire à leurs obligations, en dépit du temps limité dont ils disposent.

Ces différents résultats mettent ainsi en lumière que l'expérience et la notoriété des administrateurs détenant des mandats multiples compensent leur manque de disponibilité. La présence d'administrateurs détenant plusieurs mandats ne nuit pas aux performances de la firme. Il est probable que les administrateurs de grande envergure, mieux à même d'assurer le contrôle des dirigeants, sont plus sollicités. L'étude précitée n'examine toutefois pas le cas particulier où la plupart des administrateurs sont cumulards. L'effet réputation joue probablement pour les premières nominations d'administrateurs multiples dans un conseil, mais les inconvénients reprennent le dessus lorsque ceux-ci sont trop nombreux.

Edith Ginglinger

Merci au magazine Option Finance de nous avoir autorisé à publier cet article.

N° 19

Mai 2003

*Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur
avec la
contribution
d'Edith Ginglinger
et de Jean-Florent
Rérolle*

Au sommaire du
prochain numéro :

- ACTUALITE :
Techniques
d'augmentation de
capital

- TABLEAU DU MOIS :
Les taux d'impôt sur
les sociétés dans le
monde

- RECHERCHE : Faut-il
réguler les ventes à
découvert ?

- QUESTION &
REPONSE

QUESTION ET REPONSE : Comment valoriser une banque ? Peut-on utiliser le modèle DCF ?

Le DCF à proprement parlé n'est pas applicable directement pour une banque, pour laquelle la notion d'actif économique et d'endettement n'ont pas de sens. L'évaluation s'effectue donc par la seule approche directe, soit par actualisation de flux, soit par capitalisation d'un agrégat. Les principales méthodes d'évaluation sont donc :

- la méthode d'actualisation de flux généralement utilisée est la méthode d'actualisation des résultats nets après constitution des ratios de solvabilité.

Une banque est contrainte de conserver un certain montant de capitaux propres au regard des risques qu'elle prend en prêtant de l'argent. Il existe une contrainte réglementaire qui se calcule en ratio "Tier one" qui correspond approximativement aux capitaux propres rapportés aux "engagements pondérés" (montant des prêts de la banque pondérés par le risque présenté par chaque client : l'Etat français 0%, du prêt à un entreprise 100%). Au delà de l'obligation réglementaire, la banque gardera un ratio Tier one raisonnable pour pouvoir se financer dans des conditions correctes (la notation de la banque et donc son coût des ressources financières dépend largement de son ratio Tier one).

La méthode de valorisation revient donc à projeter les résultats nets de la banque (notamment en projetant les prêts qu'elle va accorder et la marge qu'elle retirera sur ces prêts, mais aussi les frais de personnel, ...) ; à déterminer le montant de capitaux propres minimum que la banque devra avoir à chaque fin d'année (en ayant estimé les engagements pondérés et en s'étant fixé une cible de ratio Tier One à maintenir). La banque mettra alors en réserve ce dont elle a besoin pour constituer ces capitaux propres et distribuera le reste. C'est l'actualisation de ce résultat "distribuable" qui donne la valeur des capitaux propres.

- la méthode des multiples de transaction (généralement soit PER soit le multiple des capitaux propres : le PBR) pour estimer une valeur de contrôle ;

- la méthode des multiples de sociétés cotées. Dans ce cas, la méthode la plus fiable est de réaliser une régression (rentabilité des capitaux propres contre le multiple des capitaux propres). Alors grâce à la rentabilité des capitaux propres de la banque à évaluer, il est possible de déduire un multiple des capitaux propres comptables et donc leur valeur dans une optique de transaction marginale ;

- l'actif net réévalué reste très utilisé également, étant donnée l'importance des capitaux propres dans le domaine bancaire. Il correspond alors à une somme des parties.

LA LETTRE VERNIMMEN.NET :
LE COMPLEMENT DE L'OUVRAGE



[S'abonner / Se désabonner](#)

ET DU SITE
WWW.VERNIMMEN.NET