



DIRECTIONS FINANCIÈRES - Comment se préparer à sa première notation par une agence

Afin de bénéficier d'un accès plus favorable aux marchés de capitaux, de nouvelles sociétés françaises décident chaque année de se faire noter. Un chantier de taille pour les directions financières, qui implique notamment de produire une documentation importante et de répondre aux nombreuses questions des agences de notation.

Vivarte, Paprec, Verallia, Exeltium... Près d'une vingtaine d'entreprises françaises ont reçu l'an dernier leur toute première notation de la part d'une agence spécialisée dans l'analyse-crédit. Cette dynamique, qui se répète depuis quelques années, s'explique principalement par la volonté croissante des sociétés de réaliser des opérations de financement sur les marchés, notamment afin de bénéficier de l'environnement de taux bas actuel. «Il est en effet intéressant pour les entreprises d'être notées lorsqu'elles s'approprient à émettre des obligations cotées», rappelle Julien Rérolle, associé et cofondateur de l'agence de notation française Spread Research. Mais d'autres groupes entreprennent également cette démarche dans l'optique de pouvoir présenter à leurs partenaires financiers (banques, fonds de private equity, etc.) une évaluation objec-

tive de leur qualité de crédit, dans un souci de transparence.» Les directeurs financiers intéressés par ces avantages doivent toutefois s'approprier à ne pas ménager leurs efforts : ce chantier représente en effet une charge de travail assez importante ! «Nous n'imaginions pas que ce processus se révélerait si chronophage», confirme le directeur financier d'une EII française.

Le choix de l'agence, une question de taille et de budget

Pour les émetteurs, il convient tout d'abord de sélectionner la ou les «bonne(s)» agence(s) de notation. Pour ce faire, ils se basent souvent sur plusieurs critères, à commencer par l'adéquation entre le positionnement de leur société et celui de l'agence. «Comme nous avons entrepris de nous faire noter afin de pouvoir solliciter principalement des investisseurs américains, il nous a semblé per-

tinent de nous faire évaluer par les deux acteurs les plus reconnus à l'international, à savoir S&P et Moody's», illustre Géraldine Picaud, directeur financier d'Essilor (6,7 milliards d'euros de chiffre d'affaires en 2015). A l'inverse, de nombreuses PME et ETI optent pour des acteurs spécialisés dans les émetteurs de plus petite taille, tels que l'Allemmand Scope Ratings ou le Français Spread

Près d'une vingtaine d'entreprises françaises ont reçu l'an dernier leur toute première notation de la part d'une agence spécialisée dans l'analyse-crédit.

Research. «Nos modèles d'évaluation correspondent davantage aux caractéristiques de ces structures que ceux des grandes agences, affirme Julien Rérolle. Nous portons par exemple une attention renforcée au profil des dirigeants et à leurs business plans à trois et à cinq ans.»

Outre ces facteurs, la question du coût de la notation est également déterminante. Selon plusieurs professionnels, le prix moyen d'une première notation se situe aux alentours de 100 000 euros chez S&P, Moody's et Fitch, tandis que celui des agences plus petites peut s'établir à moins de 50 000 euros. Le suivi de la notation représente quant à lui un budget annuel habituellement équivalent à la moitié du prix de la notation initiale.

Entre quatre et huit semaines d'évaluation

Une fois le choix des entreprises arrêté, leurs équipes, en particulier financières, doivent mener plusieurs démarches pour préparer leur évaluation. Ce processus s'étale sur quatre à huit semaines. «Nous avons, dans un premier temps, dû fournir les comptes de nos précédents exercices, nos prévisions budgétaires, notre business plan, mais aussi des éléments très précis concernant nos procédures internes et notre structure organisationnelle à nos interlocuteurs», détaille Marc Bernard, directeur administratif et financier du groupe immobilier Réalités (88,6 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2015).

Compte tenu des informations demandées par les agences, les directeurs financiers n'hésitent alors pas à mobiliser les ressources de plusieurs services (direction générale, juridique, marketing, recherche et développement (R&D)). «La direction générale a principalement décrit à nos interlocuteurs la stratégie du groupe, tandis que nos équipes de R&D leur ont fourni des éléments très précis concernant les caractéristiques techniques de nos produits, afin de leur permettre de comprendre en quoi ceux-ci se différencient de ceux de nos concurrents, poursuit Géraldine Picaud. Nos évaluateurs se sont en outre rendus sur nos principaux sites à plusieurs reprises, dont une fois pour observer durant une demi-journée la fabrication de nos verres optiques.»

En plus de ces rencontres, les directions financières sont également amenées à répondre à bon nombre de sollicitations complémentaires de la part des agences



«Nos évaluateurs se sont rendus sur nos principaux sites à plusieurs reprises, dont une fois pour observer durant une demi-journée la fabrication de nos verres optiques.»

Géraldine Picaud,
directeur financier,
Essilor

de notation. «Nous avons dû échanger plusieurs fois par téléphone et par e-mail avec les analystes pour répondre à leurs interrogations concernant, par exemple, les particularités juridiques du secteur de la promotion immobilière», confie Marc Bernard.

Des possibilités de contestation

A l'issue de ce processus, les directeurs financiers reçoivent enfin le verdict de l'agence mandatée. Celui-ci prend la forme d'un communiqué incluant la note et l'analyse de risque crédit. Si certains émetteurs accueillent avec satisfaction ces résultats,

d'autres au contraire n'hésitent pas à les contester ! «Les entreprises disposent en effet de 24 heures avant que nous ne rendions ce document public, explique Pierre Georges, directeur corporate rating chez S&P. Durant ce laps de temps, ils peuvent nous faire part de leurs remarques concernant d'éventuelles erreurs factuelles ou des formulations pouvant prêter à confusion.»

Il est toutefois rare que les remarques des émetteurs conduisent les agences à modifier la note qui leur avait été initialement attribuée. Rare... mais pas impossible ! «En démontrant à notre agence qu'elle avait commis une erreur d'interprétation comp-

Un accès aux investisseurs facilité

● La notation présente plusieurs intérêts pour les entreprises. D'abord, elle leur permet d'étendre le périmètre des investisseurs susceptibles de leur apporter des fonds. «Nous avons pu attirer l'an dernier des fonds obligataires dont la politique interne consiste à ne souscrire que des titres de sociétés évaluées par au moins deux agences de notation, ce qui est notre cas depuis 2013», confie Louis Guyot, directeur administratif et financier d'Elis.

● De plus, les émetteurs notés bénéficient souvent de conditions d'emprunt plus favorables que ceux ne disposant pas d'un rating. «Nous estimons que le fait d'être noté nous a permis de réduire de 20 points de base les coupons de l'émission obligataire de 800 millions d'euros que nous avons réalisée en avril 2014, qui se sont respectivement établis à 1,75 % pour la tranche à sept ans et à 2,375 % pour celle à 10 ans, indique Géraldine Picaud, directeur financier d'Essilor. En outre, nous n'aurions probablement pas pu proposer de titres remboursables en 2024 lors de cette opération, une telle maturité étant rarement accessible aux sociétés non notées.»





«Les entreprises ont le choix de rendre publique ou non leur notation initiale.»

Pierre Georges, directeur corporate rating, S&P

table concernant notre niveau de fonds propres, nous avons réussi à obtenir le relèvement d'un cran de notre note», souligne Marc Bernard. A défaut d'accomplir un tel tour de force, certains émetteurs déçus décident quant à eux, en dernier recours, de maintenir leur notation... confidentielle. «Les entreprises ont en effet le choix de rendre publique ou non leur notation initiale», confirme Pierre Georges. Mais une fois leur première note publiée, elles perdent en revanche cette prérogative au profit des

agences, qui décident seules d'actualiser et de diffuser leurs ratings.

Un suivi à assurer régulièrement

La tâche des directeurs financiers ne s'arrête toutefois pas après l'obtention de la notation de leur entreprise. En effet, la plupart d'entre eux souscrivent un contrat assurant son suivi, qui est généralement renouvelable chaque année. Il leur incombe donc d'entretenir des relations régulières avec leurs analystes pour actualiser leur rating.

«Nous rencontrons au moins une fois par an les personnes en charge de notre dossier afin de les tenir au courant de l'évolution de notre situation financière, de nos résultats et de nos perspectives», illustre Louis Guyot, directeur administratif et financier d'Elis (1,33 milliard d'euros de chiffre d'affaires en 2014). D'autres émetteurs mettent quant à eux un point d'honneur à prévenir les agences, généralement par téléphone, au moins 24 heures à l'avance à chaque fois qu'ils s'appêtent à communiquer une information importante aux marchés, comme par exemple une opération de croissance externe structurante, la signature d'un important contrat ou la publication de résultats. S'ils se doivent alors de rester vagues pour ne pas dévoiler d'information privilégiée, cette démarche contribue fortement, de l'avis général des professionnels, à maintenir une bonne relation de confiance avec les analystes.

Une recommandation dont devraient s'inspirer les directeurs financiers qui s'appêtent à découvrir cet exercice de communication financière, de plus en plus nombreux compte tenu de la poursuite de l'ouverture des marchés de capitaux aux émetteurs de plus petite taille et qui présentent un profil de crédit moins solide que par le passé. ■

Guillaume Clément

Des critères de notation divers

- Les agences de notation utilisent plusieurs types de critères pour évaluer le profil de risque crédit des entreprises. D'abord, elles analysent les principaux ratios financiers (dette sur Ebitda, dette sur fonds propres, etc.) et les résultats des émetteurs (chiffre d'affaires, marges, etc.), ainsi que leur structure d'endettement (groupe, filiales, holding, etc.).
- Ensuite, elles mettent en perspective les caractéristiques des entreprises avec celles de leurs comparables et les replacent dans le contexte de leur secteur d'activité

(croissance, concurrents, etc.) et de leur environnement macroéconomique (fisca-

Les agences analysent généralement les principaux ratios financiers, les résultats et la structure d'endettement des sociétés, mais aussi parfois le contexte juridique au sein duquel elles évoluent.

lité, stabilité politique, etc.). «Chaque proposition de notation émise par les analystes est ensuite examinée par un comité d'experts seniors composé de membres de nos différents bureaux interna-

tionaux», souligne Pierre Georges, directeur corporate finance chez S&P.

- Certaines agences utilisent en outre des critères spécifiques liés, par exemple, à la composition de l'actionnariat. «Certains groupes dont l'Etat est actionnaire bénéficient d'une note plus

élevée que si celui-ci n'était pas présent au capital, illustre Pierre Georges. Nous estimons en effet qu'ils encourrent un risque de défaut moins important, compte tenu de la propension des pouvoirs publics à soutenir cette catégorie d'entreprises lorsqu'elles rencontrent des difficultés.»

- Enfin, une partie des professionnels évaluent également la qualité des principaux partenaires commerciaux et financiers des émetteurs dans le but d'estimer leur degré d'exposition à un risque de défaut de leur part.