

Risque crédit des PME, un marché pour la notation

La désintermédiation du financement entraîne un besoin accru d'analyse. Mais les investisseurs sont vigilants quant à la solidité des nouvelles agences.

Par **Xavier Diaz** le 19/09/2013 pour **L'AGEFI Hebdo**



Photo: Bloomberg

Le mouvement de désintermédiation des sources de financement, notamment pour les entreprises de taille moyenne, est en marche en Europe avec, pour corollaire, un besoin accru d'analyse crédit : « *Nous sommes de plus en plus sollicités pour financer directement les entreprises au travers d'émissions obligataires ou de prêts, atteste un investisseur. Mais pour respecter nos contraintes prudentielles, nous devons être en mesure de faire l'analyse et le suivi des profils de risque de ces émetteurs.* » Ce qui n'est pas toujours facile pour de petits acteurs. « *Une compagnie d'assurances modeste, par exemple, n'aura pas les ressources suffisantes pour constituer une structure propre de suivi des risques de crédit et devra externaliser cette fonction* », ajoute un spécialiste. Un terrain vierge qui laisse le champ à de nouveaux intervenants sur ce marché.

Ces derniers mois ont vu l'émergence de nouvelles agences de notation, visant notamment à évaluer le risque de crédit d'émetteurs de taille intermédiaire. Scope Ratings, agence de notation leader en Allemagne, a ainsi fait une entrée remarquée sur le marché français. « *Nous sommes très présents sur le marché allemand, le plus actif en Europe pour les émissions de dette d'entreprise de taille moyenne*, indique Thomas Morgenstern, son directeur général. *Nous notons déjà 46 entreprises allemandes, deux néerlandaises, une belge, une autrichienne et quatre françaises.* » Côté français, le seul acteur enregistré (hors filiales des grandes agences) est Spread Research. Le cabinet d'analyse lyonnais indépendant l'a été par l'Esma (Autorité européenne des marchés financiers) début juillet. « *Notre activité historique de 'rating' entrain dans le champ de la réglementation des agences de notation*, rappelle Paul Marty, responsable de l'activité notation. *La notation n'était qu'un des éléments de notre offre mais nos réflexions nous ont amenés à nous mettre en conformité et à demander un enregistrement auprès de l'Esma avec pour objectif de nous développer sur ce marché.* » Sans cela, Spread Research aurait dû arrêter cette activité.

Rôle de l'Esma

Depuis juillet 2011, l'Esma est en charge de la supervision des agences de notation, compétence auparavant entre les mains des régulateurs nationaux. A ce titre, elle s'occupe de leur enregistrement et de leur contrôle (*lire l'entretien page 38*). « *Au total, le processus a pris six mois, relate Paul Marty. En interne, nous avons dû séparer l'activité de 'rating', qui compte huit personnes, du conseil. Nous avons toutefois bénéficié d'exemptions, prévues par la réglementation, du fait de notre taille réduite, concernant notamment l'obligation d'avoir un responsable de la conformité.* » Si Spread Research, qui avait déjà développé une activité de *rating*, a reçu le feu vert de l'Esma, ce n'est pas le cas de NotaBene Corporate, un autre projet d'agence de notation française porté par le cabinet d'analyse de valeurs moyennes IDMidcaps : « *Le dossier patine* », constate Hubert de Vauplane, avocat chez Kramer Levin. Ce projet a été lancé il y a déjà huit mois. « *Nous avons eu six réunions avec l'Esma avant le dépôt du dossier en juillet. Nous venons de les rencontrer à nouveau. Notre projet ne semble pas leur convenir mais nous ne savons pas pour quelle raison. C'est le flou le plus total* », s'agace le conseil d'IDMidcaps. Ce dernier a toutefois sa petite idée : « *Le fait que l'on soit un acteur nouveau issu du monde des actions et non du crédit semble les déranger. De même que notre approche innovante, en rupture avec les modèles pratiqués par les grandes agences de notation, semble être un frein.* »

En effet, jusqu'à présent, les dossiers retenus viennent tous du monde de l'analyse crédit ou du *scoring*. Pour IDMidcaps, il n'y a toutefois aucune incompatibilité entre analyse action et crédit. « *Nous disposons d'une base de données de quinze ans sur 1.500 valeurs moyennes françaises cotées (700 ayant fait l'objet de retrait de la cote par rachat ou après un défaut). Elle regroupe près de 2 millions de données financières (comptes, bilans, structure du besoin en fonds de roulement, levier, multiples de valorisations...) nous permettant de réaliser une analyse crédit des émetteurs*, explique Sébastien Faijean, le patron d'IDMidcaps. *Nous avons passé un partenariat avec Coface Services pour récupérer les statistiques d'entreprises non cotées portant sur plus de 350.000 entreprises. Le calcul d'un DCF (actualisation des cash-flows, NDLR), qui permet de valoriser une entreprise et donc le prix de l'action, peut également être utilisé pour savoir si l'entreprise va dégager suffisamment de marge pour payer ses coupons et rembourser ses dettes. Les tests réalisés sur des données passées ('back tests') démontrent que notre modèle est solide.* » Une structure indépendante, NotaBene Corporate, a été créée pour cette activité. Elle utiliserait les analystes d'IDMidcaps pour produire ses notations par le biais de contrats de délégation. Un modèle qui pourrait toutefois évoluer en fonction des discussions avec l'Esma.

Pour l'investisseur, l'émergence de nouvelles agences est d'autant plus importante que les outils existants ne sont pas adaptés pour évaluer la qualité de crédit des émetteurs de taille moyenne, notamment les méthodologies utilisées par les grandes agences pour noter de grandes entreprises dont l'approche est essentiellement macroéconomique. Ce qui est incompatible avec les PME qui doivent plutôt être analysées avec une approche *bottom-up*. Cela ne signifie pas pour autant que les investisseurs ne seront pas vigilants quant à la qualité des notations.

Deux modèles d'évaluation s'opposent : l'un quantitatif, l'autre qualitatif. Acteur aujourd'hui le plus actif en France dans la procédure d'émission obligataire de Nyse Euronext IBO (*initial bond offering*), qui impose une notation pour certains émetteurs, l'agence allemande Scope Ratings, avec sa

méthodologie principalement quantitative, est sous le feu des projecteurs. Cette approche serait moins adaptée à l'évaluation de la qualité de crédit des émetteurs de taille moyenne, selon certains, car elle ne prend pas suffisamment en compte des éléments qualitatifs importants comme le management, les conditions opérationnelles, la qualité des actifs, la stratégie...

Eviter les risques de conflit d'intérêts

Pour sa défense, l'agence, qui projette d'ouvrir un bureau en France dans les prochains mois, revendique un bon *track record* sur ses notations en Allemagne et a rendu sa méthodologie plus flexible. « *Le socle de notre méthodologie repose bien sûr sur l'analyse quantitative, car les chiffres ne sont pas discutables, mais nous utilisons aussi des critères qualitatifs, ce qui nous permet d'obtenir un résultat et donc une notation plus pertinente et précise, se défend son directeur général. La pondération entre données quantitatives et qualitatives va dépendre de chaque cas particulier. Par exemple, pour une entreprise en pleine restructuration, il sera important d'analyser plus précisément les critères qualitatifs car les chiffres des derniers bilans reposent sur des données passées qui ne reflètent plus la réalité présente.* » Scope Ratings a rencontré l'Autorité des marchés financiers (AMF) dans le cadre de l'émission obligataire Capelli qu'elle a notée. « *A l'occasion de cette opération, nous avons pu présenter notre méthodologie à l'AMF, indique Thomas Morgenstern. C'était normal qu'ils nous le demandent car nous sommes un acteur nouveau en France.* »

Si la méthodologie est un point clé dans la robustesse de ces agences, les investisseurs vont également porter un intérêt à la structure et au modèle économique - il est important de s'assurer de la pérennité de ces entreprises -, ainsi qu'aux risques de conflit d'intérêts. « *Nous voulons des systèmes d'évaluation et de suivi des risques qui soient efficaces et évitent en même temps les risques de conflits d'intérêts* », souligne un investisseur. Même si les agences de notation mettent en place des murailles de Chine et des procédures pour éviter ce risque, le modèle de l'émetteur payeur de la notation ne satisfait pas totalement les investisseurs. Ceux-ci militent pour l'émergence d'une formule mixte à la fois payée par les émetteurs et les investisseurs, et certains se disent aujourd'hui prêts à passer à la caisse.