

NOTATION DE CRÉDIT - Un numéro d'équilibriste

Benoît Menou – 16/04/2020 – L'AGEFI Hebdo

La crise actuelle a de quoi bousculer les relations entre émetteurs et agences priées de ne pas confondre vitesse et précipitation.

Elles pleuvent dru, depuis la propagation du coronavirus, les « actions de notation » des agences. Ces spécialistes de l'évaluation du crédit des entreprises procèdent à tour de bras à des mises sous surveillance, abaissements de perspective, voire de note, sentence ultime. Et l'averse va durer un moment encore. En coulisses, la crise représente une mise à l'épreuve inédite de la sérénité et de la bonne marche des relations entre noteur et noté.

Ces relations, immanquablement, peuvent se tendre. Un cas, dont les fondements dépassent certes le seul coronavirus, a même éclaté au grand jour, celui de la notation de Softbank par Moody's. Fin mars, l'agence a enfoncé de deux crans supplémentaires en catégorie spéculative le conglomérat japonais, en réaction à l'annonce d'un plan à douze mois de désendettement et de rachat de titres reflétant, selon Moody's, une « *politique financière agressive* ». Softbank a laissé éclater sa fureur en demandant à l'agence de retirer l'ensemble de ses notes du fait d'« *avis partiels et erronés* » fondés sur des scénarios « *excessivement pessimistes* ». S&P Global Ratings avait précédemment abaissé de stable à négative la perspective de la note attribuée à Softbank, mais a salué l'annonce d'un projet de cession d'actifs ayant le « *potentiel d'atténuer la pression à la dégradation de la qualité de crédit* » de l'émetteur.

L'affaire souligne en creux que les relations entre noteur et noté restent habituellement apaisées. Elle rappelle aussi qu'au-delà des chiffres et des modèles, la notation crédit vise à émettre une opinion, intégrant par nature la subjectivité des analystes. C'est heureux, selon Alberto Navalpotro, directeur général d'Inbonis Rating, jeune pousse dédiée à la notation des PME, car « *en cas de 'cygne noir' comme aujourd'hui, c'est-à-dire de survenance d'un risque imprévisible majeur, l'analyse quantitative seule est inutile, l'analyse qualitative a plus que jamais de la valeur* ». Une analyse menée en cascade, débutant par un scénario macroéconomique général puis par secteurs d'activité, avant d'analyser chaque émetteur, en donnant la priorité sous contraintes à ceux des secteurs visiblement les plus affectés. « *Dans ce contexte qui n'a rien de routinier, il n'y a pas de revue complète de l'émetteur, l'agence se concentre sur des questions ciblées* », indique Daniel Biarneix, président de la commission notation de l'AFTE (Association française des trésoriers d'entreprise). La société, tout d'abord, dispose-t-elle d'une liquidité suffisante lui permettant de passer la vague ? Et quelles sont les mesures opérationnelles et financières mises en œuvre pour assurer la continuité d'activité dans les meilleures conditions ?

Maîtrise

Responsable mondial du développement investisseurs et directeur général France de Fitch Ratings, Aymeric Poizot souligne que l'agence a, le 12 mars, effectué « *un exercice important de transparence en précisant comment elle allait passer au peigne fin la vulnérabilité de chaque secteur et émetteur*

face au coronavirus. Rien de nouveau dans la méthodologie, nous n'avons pas besoin de changer le thermomètre, nous regardons avant tout la situation de liquidité et la marge de manœuvre sur le levier financier. Nos analystes connaissent intimement chaque émetteur, ils maîtrisent la situation au point d'entrée dans la crise », se targue le dirigeant. Il est vrai que, selon un fin connaisseur de l'univers de la notation corporate, « les analystes sont toujours davantage jugés sur leur aptitude à gérer pacifiquement et efficacement leurs relations directes avec les émetteurs. Cette tendance n'est pas nouvelle mais la crise actuelle devrait la renforcer ». « Dans une période de tumulte comme celle que nous traversons, nous sommes plus que jamais à l'écoute des entreprises que nous notons, mais également des investisseurs et autres acteurs de marché, pour recueillir l'information nécessaire au maintien de la qualité et de la pertinence de nos notations », plaide de son côté Yann Le Pallec, responsable mondial notations, méthodologie et recherche crédit chez S&P. A ses yeux, « maintenir un dialogue régulier avec les émetteurs fait partie de la mission au quotidien de nos 1.500 analystes dans 28 pays. Ils sont très accoutumés au travail à distance et disposent des moyens nécessaires pour remplir leur tâche en période de confinement ». De quoi assurer que « nous ne prenons pas de décisions 'hors sol' », les échanges étant aussi fréquents que l'exige la situation propre à chaque émetteur, revendique Michael Seewald, responsable de la notation des entreprises EMEA (Europe, Moyen-Orient, Afrique) chez S&P.

Les émetteurs portent une part de responsabilité dans l'efficacité des relations. « Nous disposons en règle générale d'une belle qualité d'écoute de la part des directeurs financiers ou trésoriers, qu'ils soient sereins ou en train d'éteindre l'incendie », indique Marc Lefèvre, responsable France, Belgique et Luxembourg de Scope Ratings. Son directeur général Guillaume Jolivet abonde : « L'absence de difficultés particulières de communication avec les émetteurs nous permet de mettre en œuvre de façon fluide les procédures de notation très encadrées existantes. » Surtout, les émetteurs « doivent anticiper et structurer leur communication envers les agences, comme ils le font envers les actionnaires, pointe Daniel Biarneix. C'est une exigence avec ce choc externe s'appliquant à tous comme lorsque l'événement exceptionnel est à leur initiative, avec une acquisition par exemple, quand les émetteurs ont alors les cartes en main pour communiquer ». Aujourd'hui, poursuit Daniel Biarneix, « les agences apprécieront toujours la proactivité des émetteurs leur proposant un calendrier de rendez-vous dès lors qu'ils auront des éléments tangibles à partager. Il est toujours plus difficile de communiquer en situation de crise, mais ne pas communiquer serait la pire erreur ». La nécessité d'une communication fluide en continu trouve notamment son expression à l'occasion d'une action de notation. La réglementation impose aux agences d'en prévenir l'émetteur 24 heures avant son annonce publique. « Ce délai est important mais la décision du comité de notation est déjà prise, il s'agit alors de vérifier qu'il n'y a ni erreur ni information confidentielle dans la rédaction du communiqué, mais il est trop tard pour discuter sur l'analyse », note Daniel Biarneix. Sans contrainte réglementaire, les agences ont pris l'habitude – cela est devenu une « best practice généralisée », selon un proche du secteur – d'organiser un rendez-vous téléphonique avec l'émetteur en amont du sacro-saint comité de notation. Afin de le prévenir de l'enjeu de ce dernier.

Mais avant cela et une fois leur opinion forgée, évolutive naturellement, « les agences ne doivent surtout pas surréagir à court terme sur la base de ratios dégradés par une baisse temporaire de l'activité, prévient Daniel Biarneix. Conformément à leur propre méthodologie contrôlée par le régulateur européen, les agences doivent noter sur un scénario à moyen terme ». « Aujourd'hui, note le président de la commission notation de l'AFTE, les agences comprennent bien que l'émetteur ne

peut pas avancer de chiffres concrets, mais le risque de précipitation ira grandissant au fur et à mesure de la publication, cet été, des résultats semestriels. Les agences ne devront pas paniquer en accordant une importance indue à ces chiffres sur courte période. » Le 9 avril, Steven Maijor, président du régulateur européen des agences, l'Esma (Autorité européenne des marchés financiers), a de fait appelé ces dernières à la mesure passant par un calendrier de décisions « *soigneusement calibré* ». « *Les analystes avaient précédemment déjà reçu en interne des consignes de modération* », assure un proche du secteur. De fait, chez Fitch comme chez S&P, les dégradations de notation ces dernières semaines ont représenté la moitié environ des actions de notation sur les *corporates* non financiers, laissant une autre moitié pour les abaissements de perspectives ou les mises sous surveillance. « *Nous ne surréagissons pas à court terme, notre analyse étant 'à travers le cycle', sur le moyen terme, c'est-à-dire à horizon 2021, clame Aymeric Poizot. Nous n'attendrons pas tout de même pour agir lorsque cela apparaît inévitable.* » Si l'entreprise ne passe pas l'obstacle de liquidité à un mois, inutile de se pencher sur la solvabilité à fin 2021. Inbonis a pour l'heure dégradé une seule – déjà sous surveillance avant la crise – de ses 80 notations de PME espagnoles et françaises. « *Il faut se donner du temps, quelques mois, reconnaît Alberto Navalpotro, si nous sévissons trop vite c'est un cercle vicieux qui s'engage pour l'émetteur. Nous avons la responsabilité de garder la tête froide, avec une notation à douze mois. Même quand la sanction apparaît dans l'instant comme la réaction la plus prudente, elle est la moins responsable.* » Présidente de l'AFTE, Florence Saliba rappelle que la crise actuelle « *constitue le baptême du feu des agences de notation en tant qu'entités régulées. En 2008, elles avaient agi trop brutalement, aujourd'hui elles ont à cœur de se faire pardonner, elles agissent en plusieurs petites touches* ».

Tout émetteur qui se respecte se lamentera pour la forme au moins auprès de l'agence quelle que soit sa notation, il dira mériter mieux, cette supplique se faisant plus vive bien sûr en cas de sanction de notation. « *Il y a toujours eu, il y aura toujours des émetteurs en désaccord, mais pas davantage depuis quelques semaines* », selon Aymeric Poizot. C'est le jeu de la notation. Coronavirus ou pas.

PARTAGE

Répartition des 1.074 actions de notation de S&P liées au Covid-19 et aux prix pétroliers, au 7 avril 2020

