



Agence de notation, décryptage de leur activité

YAO Guy

Docteur en Sciences de Gestion / Enseignant-Chercheur

UFR des Sciences Economiques et Développement.

Université Alassane Ouattara Bouaké-Côte d'Ivoire

Laboratoire de Recherche en Gestion des Entreprises.

Résumé : Bloomfield Investment et Global Credit Rating sont les leaders africains de la notation financière. Leur objectif est d'offrir à chaque partie prenante (émetteur, investisseur, régulateur, contrepartie, etc.) la possibilité d'appréhender certains aspects de chacun des principaux éléments déterminants de notation et, en définitive, de savoir quels facteurs sont susceptibles de changer les notes dans l'avenir. Les notes des agences sont pertinentes pour les émetteurs et les investisseurs opérant, sur les marchés émergents des pays en développement. Les notations des fonds sont une expression équilibrée de facteurs quantitatifs et qualitatives sur une échelle. Notre méthodologie a consisté à parcourir le système de notation des agences d'évaluation du marché financier de l'UEMOA précisément le marché boursier tenu par la BRVM animé par 46 entreprises, 28 SGI et 2 évaluateurs. Illustrer par la détermination de la note de la PALM-CI et d'en faire des recommandations.

Mots-clés : Agence de notation ; BRVM ; Bloomfield Investment ; Palm-ci.

Digital Object Identifier (DOI): <https://doi.org/10.5281/zenodo.10072559>

Published in: Volume 2 Issue 5



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

1. Introduction

Les agences d'évaluation encore appelée agences de notation financière qui sont mondialement connues ; Moody's, Standard & Poor's ou encore Fitch Ratings, ont joué un rôle majeur dans les dernières crises monétaires et financières. Celles-ci ont pour finalité d'évaluer le risque de solvabilité d'une entreprise, d'un Etat ou d'une collectivité locale. A partir des années 80, elles sont devenues des indices de référence aussi bien pour les structures émettrices d'instruments financiers que les investisseurs qui sont les principaux acteurs des marchés boursiers et à chaque crise financière, elles sont pourtant pointées du doigt ; le problème majeur qui leur est reproché est leur manque d'objectivité dû à des conflits d'intérêts qui découlent principalement de leur mode de facturation. Aujourd'hui leur réputation ainsi que leurs méthodes de calcul et même leur rôle sont régulièrement contestées. Dans ce contexte, il apparaît plus que nécessaire pour nous de procéder à un essai de décryptage de leur processus de notation, et leurs implications et plus globalement leurs rôles sur les

différentes places boursières¹. Soulignons que sur la place boursière de la zone UEMOA, la BRVM est en partenariat avec deux agences de notation panafricaine ; Bloomfield Investment Corporation² et GCR (Global Credit Rating)³. Le présent article s'intéresse à la manière dont ces agences de notation procèdent pour attribuer une note aux entreprises, aux États et même aux collectivités. L'objectif est de proposer une contribution en examinant les questions suivantes : Quelles sont les variables de bases à l'attribution de notes aux différents émetteurs du marché boursier ? Comment les investisseurs perçoivent-ils la note attribuée ? L'article est structuré en trois parties ; la première est consacrée à une brève présentation des agences de notation dans l'asphère de la finance de marché, la deuxième porte sur la méthodologie adoptée et une description des variables de la notation. La troisième est un essai d'application du système de notation à l'entreprise PALM-CI.

2. Présentation des agences de notation

A la révolution industrielle avec l'avènement des chemins de fer durant la deuxième moitié du XIXe siècle qui bouleversa de manière permanente les marchés. Alors de nombreuses compagnies se créèrent, et doivent construire des réseaux extrêmement coûteux, avant même d'obtenir toute recette d'exploitation. Cela montra les limites de l'autofinancement traditionnel impossible. Le système d'évaluation ou de notation apparut en 1909, lorsque Moody's, agence éponyme⁴, devint la première société à attribuer des notes (ou ratings) aux compagnies ferroviaires : de Aaa pour les firmes considérées comme les plus solvables à F pour celles en défaut de paiement. A partir du milieu des années 1910, Standard Statistics, Poor's puis Fitch se lancèrent à leur tour dans la « notation corporate ». En 1918, Moody's innova à nouveau en attribuant des notes aux États : le « rating souverain » naquit alors. La notation connut un développement rapide au cours des années 1920, sous le double effet de la croissance des marchés d'actions et de l'explosion du nombre de fonds de pension et d'investisseurs individuels, principaux clients des agences⁵.

2.1 Typologie de la notation

Nous distinguons plusieurs types de notation, par exemple : la notation interne et externe.

Nous parlons de notation interne lorsque les notes sont attribuées par une banque ou un établissement de crédit et on parle de notation externe lorsqu'elles sont attribuées par des organismes autres tels que les agences de notation financière.

« La notation externe est une note ou appréciation portée par une société spécialisée (appelée agence de notation ou de rating) sur le risque de défaut de paiement d'un titre de créance ».⁶

Certaines méthodes peuvent faire partie d'un système de notation interne, à savoir les méthodes de scoring, les systèmes experts et les réseaux de neurones. En faisant l'objet de validation ou back-testing par une comparaison entre les résultats donnés par ce système de notation et les réalisations afin de juger sa validité et de constater les écarts à un certain niveau de confiance.

- Notation de référence

¹ Fazia ZIBANI, FZ (2018), Notation financière et scoring : Application dans le secteur financier algérien

² Bloomfield Investment Corporation est une agence de notation panafricaine spécialisée dans l'évaluation du risque de crédit. Basée à Abidjan, en Côte d'Ivoire avec une représentation à Douala, au Cameroun et à Kigali au Rwanda l'agence intervient principalement en Afrique.

³ Se propose de délivrer l'information financière stratégique aux cadres et dirigeants, à travers une newsletter quotidienne et un site web qui couvre toute la finance africaine, filiale de l'agence Moody's Son siège social est se situe à Dakar, au Sénégal.

⁴ L'Agence Éponyme vous accompagne pour définir comment vous allez taper juste et fort auprès de vos consommateurs !

⁵ Op.cit.Fazia ZIBANI

⁶ LE DUFF, R. (1999). Encyclopédie de la gestion et du management, Paris. Dalloz, p844.

Une notation est dite de référence lorsqu'elle porte sur un émetteur, même en l'absence d'une émission de titres. Elle permet l'évaluation de « la capacité d'une entité notée à faire face en temps et en heure à l'ensemble de ses engagements au titre de sa dette. Le but de l'analyse est de ressortir des tendances à moyen et long termes (3 à 5 ans) et non de donner une image instantanée du crédit de l'émetteur ». ⁷

- Notation à court terme et notation à long terme

Une notation à court terme évalue la capacité de l'émetteur à rembourser ses dettes auprès des banques dont l'échéance ne dépasse pas un an tel que les crédits fournisseurs ou les crédits acheteurs.

Une notation à long terme est conçue pour les dettes dont l'échéance dépasse un an. Elle mesure la solvabilité de l'émetteur et permet à l'investisseur potentiel de se faire une idée sur le risque liée à l'emprunt émit.

- Notation souveraine

« Quand on parle de notation, on pense en général aux entreprises et aux banques, plus rarement aux risque-pays encore que depuis quelques années avec le développement des marchés internationaux de la dette, cette question est devenue beaucoup plus actuelle et fondamentale » ⁸

Les Etats peuvent être notés, tout comme les entreprises mais la démarche de notation n'est pas identique, celle de l'état entraîne une forte demande d'informations concernant l'évaluation des profils pays tels que le PIB, les exportations, l'inflation, les caractéristiques politiques, la situation économique, etc. elle est faite par les agences spécialisées chargés des ratings risque-pays.

- Notation sauvage

C'est une notation non sollicitée, faite par l'agence de notation généralement sans l'approbation de l'émetteur, son analyse repose uniquement sur des informations publiques de la contrepartie notée ⁹.

2.2 L'intérêt de la notation¹⁰

Les notes sont utiles car elles permettent aux Etats, entreprises et collectivités de se financer sur le marché des capitaux. Plutôt que souscrire un prêt auprès d'une banque, ces entités empruntent parfois directement auprès des investisseurs en émettant des titres (obligations ou autres titres de dettes). Les investisseurs achètent ces titres dans l'obligation de recevoir en retour des intérêts, ainsi que le remboursement du principal, soit de manière périodique, soit à l'échéance finale de l'emprunt. La notation de crédit peut faciliter le processus d'émission et d'achat de titres de dette car elle constitue depuis des décennies un indicateur efficace et largement reconnu du risque de crédit relatif. Les investisseurs ou d'autres acteurs du marché peuvent avoir recours aux notes dans leur processus de sélection. Ils confrontent, le risque de crédit d'un émetteur ou d'une émission avec leurs propres critères d'achat ou de tolérance au risque. Par exemple, un investisseur qui envisage l'achat d'une émission obligataire peut vérifier si la note correspond au niveau de risque de crédit qu'il est prêt à supporter. De même, les notes peuvent permettre à des entreprises de lever des fonds pour financer des projets d'expansion ou des programmes de recherche et développement, ou encore aider les collectivités à financer des projets publics.

2.3 Les éléments de la notation

Le barème de la notation porte généralement les éléments suivants :

⁷ Autorité des Marchés Financiers. (Janvier 2008). « Rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation ; Notation crédit des entreprises ». France, p19.

⁸ De Polignac, J.F. (2002). La notation financière, l'approche du risque de crédit. Paris, revue banque édition, p43.

⁹ Op.cit.Fazia ZIBANI

¹⁰ Standard & Poor's, Guide de formation

- Le risque économique

Le processus de notation met l'accent sur les forces et les faiblesses découlant de l'analyse de l'environnement macroéconomique et politique du pays, en tenant toujours compte des implications potentielles sur le secteur d'activité et, par conséquent, sur l'entité notée. Souvent, ses liens avec l'État confèrent à la société une flexibilité financière supérieure à celle ne possédant pas de tels liens. « L'analyse macro-économique permet de prendre en compte le contexte national, dans lequel évolue la société, et de mesurer quelles peuvent être les conséquences de telle ou telle décision politique ou économique sur son secteur d'activité ». ¹¹

La taille de l'économie, sa composition et ses perspectives de croissance sont parmi les aspects les plus importants à considérer en analysant les effets directs de l'économie sur la performance du secteur d'activité. D'ailleurs, Y. Guessoum (2004), a aussi analysé l'importance du risque pays dans la notation des entreprises. Elle a montré que l'évaluation du risque pays repose sur plusieurs facteurs qui reflètent les risques associés au fait d'exercer une activité dans un pays donné. Ils incluent notamment, les risques macroéconomiques, les risques politiques, les risques liés au système financier. Dans la méthodologie utilisée pour noter les entreprises, le risque pays est un critère déterminant ¹².

- Le risque sectoriel

Avant de déterminer la position concurrentielle d'une entité, les agences de notation apprécient d'abord le risque sectoriel. Pour mesurer la vulnérabilité d'une entreprise et sa capacité de réaction face à des événements inattendus, une approche du secteur d'activité est indispensable. ¹³ Cette approche porte sur l'analyse des perspectives de croissance sectorielle au niveau national ou international, la dépendance du secteur vis-à-vis des cycles économiques, le cadre réglementaire ainsi que l'intensité de besoin en fonds de roulement (BFR) et du capital social, du fait que certains secteurs sont considérés plus risqués que d'autres les organismes de notation exigent un niveau de solidité financière plus élevé pour une même classification.

- La situation sur le marché

Une fois analysé l'environnement concurrentiel, dans lequel opère l'entreprise notée, l'agence de notation cherche à évaluer les forces et les faiblesses de cette entreprise sur son secteur d'activité grâce à une certaine quantité d'informations, notamment : son degré de stabilité, sa part de marché et sa structure (fragmentée ou concentrée) ; son intensité, sa nature et son évolution concurrentielle ; sa rentabilité et sa structure des coûts ; sa taille par rapport aux concurrents et au secteur d'activité qui est un effet très important pour les agences de notation; sa diversification par secteur d'activité, par pays ou par produit ainsi que ses stratégies mises en œuvre par l'équipe de direction. ¹⁴ A travers ces quelques informations, qui ne sont pas limitatives, l'agence de notation tente de définir la stratégie commerciale de l'entreprise, son organisation et sa pertinence vis-à-vis des forces et faiblesses identifiées précédemment.

- Le risque financier

En plus des risques susmentionnés, l'analyse des agences de notation porte aussi sur la détermination du risque financier dont sa mesure nécessite un diagnostic des données comptables et de la politique financière notamment à travers les business plans confidentiels fournis par l'entreprise. Les agences de notations effectuent également une analyse financière reposant en partie sur le poids des dettes financières totales à long terme et à court terme, la rentabilité économique, la structure financière, l'autofinancement. Au terme de cette analyse, elles évaluent les incidences de l'opération en termes de

¹¹ Karyotis, D.

¹² Op.cit.Fazia ZIBANI

¹³ Ibid.

¹⁴ Zerfa, Z. op.cit,

flexibilité financière constituant un élément puissant dans la définition de la stratégie communiqué par les dirigeants. À la fin de ce processus, une liste de ratios principaux est utilisée pour chaque classe de note. A ce titre, les risques financiers ne sont pas un simple fait qui peut être mesuré avec quelques ratios. Les raisons pour lesquelles une entreprise est défaillante sont nombreuses et variées et peuvent être dû à un environnement économique défavorable, des prix de revient trop élevés, perte de clientèle, dettes trop lourdes, coûteuses ou risquées, etc. Ainsi, une variété de ratios pour évaluer tous ces risques apparaît nécessaire.

2.4 Le processus de notation

Le processus de notation est complexe, car il se base sur plusieurs indicateurs, qui sont divisés en sous-indicateurs, avec des opérations spécifiques basée sur les flux financiers futurs qu'il convient de calibrer et de pondérer à travers des outils statistiques permettant d'évaluer le risque de défaut et à l'aide d'un modèle mathématique de notation de façon à produire une évaluation quantifiée du risque de défaut ou de perte de l'émetteur. En effet, avant d'entamer l'analyse complète d'un émetteur, les agences de notation s'assurent d'abord que sa demande est recevable. Il n'est dans l'intérêt ni de l'agence ni de l'émetteur, de se lancer dans un processus de notation, tout en sachant à l'avance que la note sera mauvaise. La notation financière retenue provient de Standard and Poor's (S&P) en raison de sa position de leader sur le marché de la notation, à la fois en termes d'entités classées et de présence dans différents pays. Ainsi sa bonne réputation est perçue à travers la confiance des investisseurs et du marché en général. Malgré des erreurs commises, S&P n'a pas perdu sa crédibilité d'agence de notation de classe mondiale. Par ailleurs, il n'y a pas de différences significatives de notations entre les trois principales agences de notation, à savoir S&P, Moody's et Fitch Rating. Il est plus souvent observé, un ajustement de la notation de Moody 's et Fitch Rating après l'ajustement de la notation de S&P que le contraire¹⁵.

- Demande de notation de l'émetteur

Pour D. Karyotis (1995), l'entreprise souhaitant demander la notation d'une opération financière doit présenter un dossier comportant ses statuts, l'extrait du registre du commerce, ces cinq derniers rapports annuels, ses derniers bilans et comptes de résultats, ainsi que les annexes certifiées par les commissaires aux comptes, sa situation provisoire éventuellement et des indications aussi précises que possible sur la nature et la raison d'être de l'opération financière notée.

Ce dossier, sera rapidement examiné et en cas d'accord, l'agence engage l'étude nécessaire qui ne peut être engagée sans être justifiée par une opération financière ou envisagée à terme relativement proche, sauf exception prononcée. L'agence invite l'entreprise à présenter une demande signée par son principal dirigeant, comportant une adhésion explicite :

- Aux conditions de publications et de révision éventuelle de la notation quand le demandeur a accepté la publication de la notation initiale ;
- Aux obligations de communications d'informations (toutes publications légales ou privées, bilans, situations, comptes provisoires et définitifs, tout événement susceptible d'affecter la vie de l'entreprise) ;
- Aux conditions dégageant l'agence des responsabilités qu'elle pourrait encourir vis-à-vis de l'entreprise notée quant à l'incidence de la note ou de ses modifications éventuelles ;
- Au prix de l'étude et aux conditions de règlement.

Également, cette demande requiert l'autorisation explicite pour l'agence de disposer de toutes les informations qui lui paraîtront nécessaires sur l'entreprise et qui lui assurent une parfaite

¹⁵ Op.cit.Fazia ZIBANI

compréhension de la situation et des perspectives du demandeur et des conditions de réalisation de l'opération financière à noter.

- Etude et analyse

Une fois l'accord commercial signé entre l'agence de notation et l'émetteur, l'agence désigne une équipe, responsable du dossier pendant l'étude, et définit les modalités de la notation et la façon dont va être suivie la note.

Cette équipe est formée d'un analyste principal qui sera chargé de mener l'étude complète du dossier et, un analyste en second. « Les deux analystes sont choisis en fonction de leurs compétences spécifiques pour le dossier qui leur est confié. En général, ils ont l'expérience d'autres entreprises similaires dans le secteur et le cadre géographique concernés et abordent leurs études en connaissance de cause »¹⁶.

Afin de collecter la documentation nécessaire à l'évaluation, l'analyste principal établit « un schéma d'analyse » et le communique avec le client, ce schéma retrace tous renseignements et commentaires qu'il trouve nécessaire pour son étude, prenant en compte non seulement des informations publiques livrées par l'entreprise mais aussi des informations récoltées par l'agence, l'équipe responsable du dossier à travers les entretiens faits avec les dirigeants et les membres de l'entité.

Après évaluation des informations transmises par le client et celle collectées par les analystes chargés du dossier, ces derniers programment des réunions avec les représentants des différentes directions de l'entreprise afin de mieux comprendre et connaître l'émetteur.

Suite aux données collectées, analyser et à ses réunions l'analyste dégage un diagnostic interne de l'entreprise portant sur ses points forts et faibles, ainsi qu'une analyse externe tenant compte de ses opportunités et ses menaces (SWOT), ce qui lui permet de préciser la position de cette entité par rapport à ses concurrents sur le marché national et international et aussi sa solvabilité.

En pratique, les analystes des agences de notation étudient toutes les composantes susceptibles d'affecter les probabilités de défaillance, qui sont vérifiées par une classification chiffrée sur laquelle repose l'étude qualitative pour déterminer la note.

- La notation (Rating)

A cet effet, l'équipe rédige un rapport soumis au comité de notation à qui revient l'attribution de la note, constitué d'analystes confirmés de l'agence et de spécialistes du secteur d'activité de l'entreprise et désignés selon leurs expériences et leur indépendance. L'analyste principal propose une note au comité dont il sera responsable du suivi de la note, les membres du comité vont commenter le rapport et les décisions sont prises à l'unanimité selon le principe « un vote, une voix ».

- La communication et la publication de la note

Après la décision du comité de notation, la note établie est alors communiquée à l'émetteur avec les explications et les justifications utiles, et sa diffusion ou non en fonction de l'agence lui revient. En cas d'accord, la note accordée est rendue publique par voie de communiqué de presse et elle sera mise en ligne sur le site de l'agence.

Dans le cas où l'émetteur refuse la publication de la note, il ne peut l'évoquer dans ses relations avec des tiers, qu'avec la permission de l'agence.

« A l'appui de son appel, l'émetteur apporte en général des éléments ou pour le moins des éclairages nouveaux. Ces éléments font l'objet d'un examen par le comité qui décide de maintenir ou de modifier la note d'origine. Quel que soit la décision, elle est de nouveau communiquée à l'émetteur, qui ou bien l'accepte, et dans ce cas elle est rendue publique selon les modalités précisées précédemment, ou bien l'entreprise refuse définitivement la note proposée auquel cas il n'en sera pas fait état ».¹⁷

¹⁶ De Polignac, J.F. op.cit, p 38.

¹⁷ Idem, p40.

Selon l'Autorité des Marchés Financiers (2012), 4% à 5% des notes ne sont pas destinées à la publication, cela concerne les dettes privées.

- Surveillance et mise à jour de la note

Afin de rester toujours crédible, la note publiée n'est pas fixe, elle est suivie annuellement par l'analyste en examinant régulièrement la solvabilité de l'émetteur, en lançant une révision de la situation de la notation, ou encore mettre à jour la note sur une base opportune. Cette note peut changer à la hausse ou à la baisse. « Si le suivi de la notation est permanent, les agences font généralement une revue complète de la société une fois par an. Les agences peuvent adopter par ailleurs un processus de suivi, en général effectué annuellement, pour évaluer la qualité et l'homogénéité des notations de crédit, au sein d'un groupe d'entités homologues « peer group ».

« La mise sous surveillance signale aux investisseurs qu'un événement (acquisition, cession, fusion, etc.) est susceptible d'entraîner, après analyse, une modification de la note ».¹⁸

Dans la recherche menée par Lantin et Roy (2009), les agences mettent les entreprises sous surveillance « rating watch » lorsqu'un événement particulier (évolution économique, perte soudaine de clientèle, etc.) est susceptible d'entraîner une modification de la note. L'entreprise informe de manière confidentielle l'agence qui va procéder à une première analyse indiquant le sens de la surveillance qui peut être positive, négative ou indéterminée (évolutive ou neutre) au jour de l'annonce officielle. La note est ainsi suspendue et l'agence procède à une évaluation approfondie de l'impact de l'événement, puis elle rend publique la nouvelle note qui peut s'avérer ou non différente de son niveau initial dans une période de trois mois¹⁹.

Les changements de notations peuvent se limiter à un (1) cran mais peuvent atteindre quatre (4) crans. Les plus importants sont ceux du passage de la catégorie Investissement à la catégorie spéculative.

Etant donné que la note n'appartient plus à l'émetteur mais aux investisseurs pour lesquels elle constitue un moyen d'information, « les modifications éventuelles proposées par la direction de l'agence sont décidées par le comité de notation et peuvent être publiées par l'agence sans accord particulier »²⁰.

Pour de multiples raisons (remboursement de l'emprunt, cessation d'activité, absence d'information suffisante pour assurer le suivi de la note), les agences peuvent décider de ne plus donner de note²¹.

2.5 L'importance des agences de notation

Selon les auteurs Cantor et Packer, (1994) ; Paget-Blanc et Painvain, (2007), les agences de notation ont un rôle de traitement de l'information pour les marchés financiers, ainsi leurs activités principales est d'évaluer la capacité d'honorer les obligations financières d'un émetteur ou d'un instrument financier et à donner des avis sur la qualité du crédit. Ainsi, il est considéré que l'opinion d'une agence est reflétée par une notation de crédit à partir d'une analyse financière et opérationnelle, fondée sur l'analyse des éléments quantitatifs et qualitatifs relatifs à la position actuelle et prévisible de l'entreprise (Jean-Guy Degos et al, 2012, p56). D'après le guide de la notation de crédit publié par Moody's, la création des agences de notation a permis de réduire l'asymétrie d'information ce qui va améliorer l'efficacité du marché. Noter, c'est à la fois révéler et dissimuler des informations. Ces agences sont considérées comme des institutions privées, dont l'activité commerciale est l'évaluation du risque de non remboursement des dettes d'un emprunteur. Deux principales fonctions peuvent être distinguées pour les agences de notation, à savoir :

¹⁸ Autorité des Marchés Financier : « Rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation ; Notation crédit des entreprises », France, Janvier, 2008.

¹⁹ Op.cit.Fazia ZIBANI

²⁰ Karyotis, D. op.cit, p 26.

²¹ Zerfa, Z. op.cit, p 133.

- La notation financière : le rôle d'une agence de notation est l'évaluation du risque de crédit, afin d'établir et de publier une note sur la qualité de crédit d'un emprunteur ou sur la probabilité de perte ;
- L'information et le conseil : par la vente des informations statistiques et financières qu'elles récoltent dans le cadre des analyses qu'elles mènent pour établir leurs échelles de notation. Donc nous pouvons constater que l'activité des agences de notation financières est d'évaluer tout type d'émetteur obligataire présent sur les marchés financiers, qui peuvent être les Etats souverains, les banques, les institutions financières, Les compagnies d'assurances, les entreprises industrielles, commerciales et de services, les collectivités locales, les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières, etc.

2.6 La rémunération des agences de notation²²

Une des critiques les plus importantes qui ont été faites aux agences de notations concerne les conflits d'intérêts potentiels entre l'agence de notation et l'émetteur de titres qu'elle note. En effet, c'est l'émetteur qui paie l'agence pour que celle-ci évalue sa capacité à rembourser sa dette. Il est donc pertinent de s'interroger sur la partialité et l'objectivité des agences de notation qui se retrouvent à la fois « juge et partie » et qui peuvent être enclin à bien noter ses clients pour conserver leur part de marché. Dans la mesure où une entreprise bien notée emprunte à moindre coût sur les marchés de capitaux, tandis qu'une note moyenne ou mauvaise dissuade les investisseurs. Face à cette critique les agences de notations se défendent en assurant qu'il n'est pas dans leur intérêt de donner de bonnes notes à leurs clients car elles perdraient la confiance du marché et leur réputation se détériorerait. Néanmoins dans le cas des agences de notation ces conflits d'intérêts ont eu des conséquences graves sur l'économie mondiale ; elles sont l'une des causes qui a provoqué la crise des subprimes en 2008. Le marché de la notation a une structure oligopolistique²³ car les émetteurs veulent être notés par des agences qui sont réputées auprès des investisseurs. Or les investisseurs font confiance uniquement aux agences qui ont une bonne réputation. Cette réputation est obtenue à partir d'un historique de « ratings » qui permet de tester la fiabilité des agences de notation²⁴. Cependant, il ne peut y avoir d'historique sans demande de « rating » de la part d'un émetteur. Ceci a considérablement freiné l'arrivée de nouveaux acteurs sur ce marché et a contribué à renforcer la réputation des trois grandes agences de notation qui existent depuis les années 1900²⁵. De plus, la demande est inélastique en raison de l'internationalisation des marchés. En effet, les investisseurs étrangers ont besoin d'une information sur la capacité d'un émetteur à rembourser sa dette, qu'ils puissent comprendre facilement. Ainsi, afin d'attirer les investisseurs étrangers, aussi bien les sociétés de stature internationale que les sociétés de petite taille, ont été obligés d'obtenir un « rating ». Ainsi, selon Philippe Raimbourg ces deux conditions expliquent que dans certains cas les agences manquent d'objectivité dans leurs notations. Vis-à-vis des rémunérations des agences de notation deux tendances se dégagent :

- Système émetteur-payeur

Dans ce système les agences de notation sont payées par les émetteurs, ce qui les expose à un conflit d'intérêt. Les frais sont différenciés par les agences de notation en fonction de la contrepartie et la complexité des actifs à noter. Dans certains cas, elles offrent la possibilité de payer une redevance annuelle fixe. Elles tendent à augmenter les prix lorsque le montant de l'émission dépasse un certain

²² Op.cit.Fazia ZIBANI

²³ Il y environ une centaine d'agences de notations et pourtant les trois plus grandes (Standard and Poor's, Moody's et Fitch) se partagent environ 90% du marché de la notation.

²⁴ Catherine Lubochinsky, « Pas encore d'espace financier européen sans régularisation européenne des agences de notation », Miméo juin 2004

²⁵ Moody's a été créée en 1909, Standard & Poor's et Fich ont été créées en 1910 (Source : « Les agences de notation au cœur du système financier et les critiques » de Robert Gaillard, docteur en économie.

seuil et lors de la première évaluation. Elles reçoivent également des honoraires pour le conseil dans le cas de fusions et acquisitions.

Selon le guide de la notation de crédit de Standard and Poor's, « les agences de notation qui optent pour ce modèle économique sont rémunérées par les émetteurs pour l'élaboration et le suivi de leurs notes. Au cours du processus, les agences peuvent recevoir des informations des émetteurs qui ne sont pas à la disposition du public et qu'elles peuvent utiliser dans leur analyse. Comme les honoraires de l'agence de notation ne dépendent pas uniquement de ses abonnements, elle peut publier gratuitement et largement ses notations auprès du grand public ».²⁶

- Système investisseur-payeur

Ainsi indiqué dans le guide de notation de Standard & Poor's : « Dans ce modèle, les agences de notation se rémunèrent auprès des investisseurs et de la communauté financière, qui paient un droit d'accès aux notes et à la recherche qu'elles publient »²⁷. Le modèle « investisseur-payeur » est le modèle qui prévalait lors de la création des agences de notation ; dans ce modèle on retrouve les investisseurs qui utilisent cette notation en payant les agences de notation, afin de murir leurs décisions d'investissement. Ainsi, pratiquement, toutes les entités détenant des obligations, paieront les agences accréditées pour leurs notations. Les ressources des agences de notation peuvent être résumées en trois points essentiels :²⁸

- D'une part, elles sont rémunérées par les entités qui demande à être évaluées dans le but d'obtenir des capitaux sur les marchés financiers, c'est notamment le cas d'entreprises cotées en bourse ;

- D'autre part, leurs revenus se sont fortement accrus grâce aux produits structurés dont le développement a été considérable. Moyennant rémunération, les agences participent à leur création en même temps qu'à leur évaluation.

- La troisième source de financement provient de la vente d'informations statistiques, d'études et de fichiers. « En effet, pour mener à bien leur activité les agences doivent approfondir constamment leur réflexion et avoir recours à des travaux de recherche pointus : études sur le contexte économique, modèles mathématiques pour construire leurs produits financiers et en évaluer le risque, statistiques de défaut sur des groupes d'émetteurs ainsi que la constitution de bases de données. L'information se diffuse via un système de souscription particulièrement coûteux ».²⁹

3. Méthodologie de la recherche

Afin d'apprécier la capacité de remboursement d'une entreprise émettrice d'instruments financiers, différents critères d'ordre quantitatifs et qualitatifs, doivent être évalués. Ainsi notre méthodologie articulée selon une approche mixte, c'est-à-dire une phase quantitative et une phase qualitative. C'est deux phases aboutiront à l'élaboration d'une échelle d'évaluation des entités à annoter³⁰.

3.1 La phase quantitative

Afin d'avoir une idée sur la santé financière des entreprises, nous calculons les différents ratios qui sont des indicateurs de risque traduisant leur capacité d'honorer ses dettes, et une note ou point sera attribuée à chaque ratio. Les ratios choisis sont tirés de leurs états financiers, et sont présentés dans le tableau 1.

²⁶ Standard & Poor's (2010), « Guide de notation de crédit: comprendre les notations » www.UnderstandingRatings.com consulté le 15/07/2023.

²⁷ Ibid.

²⁸ Zerfa, Z. op.cit., p158

²⁹ « Les grandes agences de notation internationales : leur rôle annoncé dans la crise, vers quelle régulation ? », les Cahiers Lasaire n° 38 – juillet 2009.

³⁰ Op.cit.Fazia ZIBANI

3.2 La phase qualitative

L'appréciation qualitative de toute entreprise est basée sur la collecte des informations qualitatives (non-quantifiables) fournies par les différents documents axés autour de :

- Deux matrices : la matrice d'analyse stratégique SWOT³¹ (forces, faiblesses, menaces et opportunités) et la matrice des cinq M (Matières, Méthodes, Matériels, Milieu et Main d'œuvre) ;
- Divers types de vulnérabilité liés aux causes principales de défaillance d'une entreprise ;
- Le potentiel de rentabilité à travers les cinq forces de Porter³² ;
- Le Diagnostic interne, dont l'analyse s'intéresse aux forces et faiblesses et déploie la chaîne de valeur de Porter.

Le traitement des données qualitatives se fait par le regroupement de celle-ci en familles dont chacune de ces familles comporte des sous critères. Une note sera accordée à chaque critère qualitatif, et la note de chaque famille de critère varie de 0 à 10 suivant l'échelle de notation choisit (utilisée de la même façon pour les critères quantitatifs) représentée par la figure 1.

Les critères qualitatifs utilisés sont présentés dans le tableau 2.

La somme des notes attribuées aux critères quantitatifs et qualitatifs sera la note globale accordée à l'entreprise, et la note identifie la classification de l'entreprise évaluée selon sa capacité de remboursement³³.

3.3 Grille d'évaluation

Afin de faciliter l'interprétation des notes des entités notées la grille d'évaluation est donnée par le tableau 3.

3.4 Echantillonnage

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) est commune à l'ensemble des huit (8) pays de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) à savoir : le BENIN, le BURKINA FASO, la CÔTE D'IVOIRE, la GUINEE-BISSAU, le MALI, le NIGER, le SENEGAL et le TOGO. La BRVM est à la fois un succès économique, politique, institutionnel et technique. Il s'agit de la seule Bourse au monde partagée par plusieurs pays, totalement électronique et parfaitement intégrée. La BRVM regroupe 46 sociétés cotées et 107 lignes obligataires de trésors publics de la Côte d'Ivoire, du Benin, du Burkina Faso, du Mali, du Niger, du Sénégal et du Togo ; c'est aussi 1 020 883 titres échangés en moyenne journalière. Les sociétés cotées se répartissent en sept (7) secteurs d'activités : Agriculture, Finances, Industrie, Distribution, Services publics, Transport et Autres secteurs.

4. Essai d'application du système de notation sur la Palm-ci

En commençant par la notation des critères quantitatifs, les différentes données utilisées pour le calcul des ratios sont tirées des états financiers de l'exercice 2021 de la Palm-ci, présentée par l'agence de notation Bloomfield Investment aux différents acteurs du marché boursier de l'UEMOA. Ensuite, nous passerons à la notation des critères qualitatifs ; au final une note globale sera attribuée à Palm-ci, permettant ainsi de présenter une fiche de notation financière.

4.1 Traitement des données quantitatives

Le traitement des critères quantitatifs est présenté dans le tableau 4.

³¹ Strengths, Weaknesses, Opportunities and, Threats.

³² Les cinq forces de Porter : pouvoirs de négociations des clients et fournisseurs, intensité de la concurrence, éventualité de nouveaux entrants et possibilités d'apparition de produit de substitution.

³³ Op.cit.Fazia ZIBANI

4.2 Traitement des données qualitatives

4.2.1 Présentation de la Palm-ci³⁴

Créée le 01er janvier 1997, PALMCI est une Société Anonyme (SA) de droit ivoirien avec Conseil d'Administration. Elle est régulièrement inscrite au Registre de Commerce et du Crédit Mobilier (RCCM) d'Abidjan, sous le numéro CI-ABJ-01-1996-B14- 2005303.

Son siège social est sis à Abidjan, Boulevard de Vridi, 18 BP 3321 Abidjan 18 (zone portuaire). L'activité principale de la société est la production et la commercialisation de l'huile de palme brute. Depuis 1999, PALMCI est cotée à Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) d'Abidjan. A fin 2021, son capital social est de 20 406 297 497 de francs CFA, divisé en 15 459 316 actions de valeur nominale 1 320 francs CFA chacune.

4.2.2 Facteurs clés de performance

La notation est basée sur les facteurs jugés positifs suivants :

- Une progression globale de l'exploitation liée à l'accroissement de la production et à la flambée des cours mondiaux de l'huile de palme ;
- Une poursuite de la hausse des cours mondiaux de l'huile de palme brute ;
- Une évolution historique de la performance globale en 2021 ;
- Une évolution significative de la trésorerie d'exploitation ;
- Un équilibre financier à long terme retrouvé ;

Une réduction de l'endettement brut financier.

4.2.3 Principaux facteurs de fragilité de la qualité de crédit

- Un plafonnement du prix de vente local de l'huile de palme par le gouvernement ivoirien induisant un manque à gagner ;
- Un environnement sécuritaire fragile.

La notation qualitative ; tableau 5.

4.3 L'affectation de la Palm-ci à une classe de note

La PALM-CI a cumulé une note globale d'une valeur de 109.25 ; c'est-à-dire :

- 73,5 pour la note quantitative ;
- 35,75 pour la note qualitative.

Cette note (109,25) correspondant à l'intervalle [102 ; 118 [, donc elle sera affectée à la classe « A », ce qui signifie une très bonne qualité du crédit traduisant une sécurité satisfaisante ; donc l'aptitude de la PALM-CI à satisfaire à ses engagements financiers à bonnes échéances est considérée comme forte. Toutefois, des risques peuvent se présenter dans certaines circonstances économiques ; la situation économique pouvant affecter la situation financière de cette entreprise. En conclusion, le titre de PALM-CI est compatible avec la note « A ».

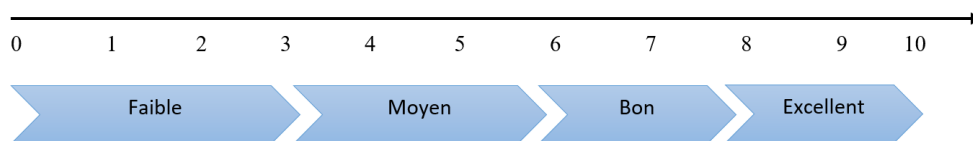
Justification de la notation et des perspectives ;

Sur le long terme : Qualité de crédit élevée. Les facteurs de protection sont bons. Cependant, les facteurs de risques sont plus variables et plus importants en période de pression économique.

Sur le Court terme : Certitude de remboursement en temps opportun très élevée. Les facteurs de liquidité sont excellents et soutenus par de bons facteurs de protection des éléments essentiels. Les facteurs de risque sont mineurs.

³⁴ Bloomfield Investment, Fiche de notation financière PALM-CI, 26/08/2022.

4.3.1 Figure 1. Echelle de notation



4.3.2 Tableau 1. Ratios des critères quantitatifs³⁵

Eléments (ratios)	Formules (Calculs)
Ratio du risque de liquidité	$K_p / \text{Total passif}$
Ratio de CAF	$\text{Endettement} / \text{CAF}$
Ratio d'endettement global	Dettes / K_p
Ratios de poids des intérêts	FF / CA
Ratio de couverture des capitaux investis	$\text{RS} / \text{AI} + \text{BFR}$
Ratio d'indépendance financière	K_p / RS
Ratio de structure de capital	$\text{Dettes} / \text{RS}$
Ratio de liquidité général	AC / DCT
Coefficient d'exploitation	$\text{Charges d'exploitation} / \text{Produit net}$
Ratio d'équilibre financier à long terme	RS / AI

4.3.3 Tableau 2. Critères qualitatifs³⁶

Familles des critères	Sous critères	Réponses	Notes
Historique de l'entreprise et caractéristiques de l'entreprise	Pays d'origine	Développé, émergent, autre	/2.5
	Age de l'entreprise	il représente l'expérience de l'entreprise dans le domaine : <5 expérience faible/ entre 5 et 15 expérience moyenne/ plus de 15ans grande expérience	/2.5
	Nature juridique	SA, SARL,	/2.5
	Scandales et litiges/Notoriété	Litiges rencontrés par l'entreprise, image de marque.	/2.5
Note globale 1			/10
	Qualification du staff managérial (compétence des dirigeants sera mesurée à travers leurs qualifications, diplômes, expérience dans le	Grande expérience (plus de 5 ans avec diplômes) / peu d'expérience (de 2 à 5 ans avec diplôme) / Expérience limitée (moins de 2 ans avec diplômes)	/2

³⁵ Op.cit.Fazia ZIBANI

³⁶ Op.cit.Fazia ZIBANI

L'organisation et le management	domaine)		
	Zone d'activité	Local, régional, national, international	/2
	Localisation géographique	Principaux pays/régions où l'établissement est présent.	/2
	Effectifs	<10/ de 10 à 50/ de 50 à 250/>250	/2
	Qualité des effectifs	Diplômés d'universités, grandes écoles, recrutement international, etc.	/2
Note globale 2			/10
L'analyse de l'environnement et la stratégie de l'entreprise	Environnement sectoriel (secteur d'activité) (attrait du secteur)	Non porteur/Faiblement porteur/Fortement porteur/Prioritaire.	/2
	Cyclicité	Marché très cyclique/Marché cyclique/Marché non cyclique	
	Environnement concurrentiel	Fort /modéré/Faible	/2
	Concentration de la clientèle	Portefeuille diversifié/ non diversifié	/2
	Dépendance aux fournisseurs (pour la collecte de fonds, donc conditions de marchés, etc.).	Forte (moins de 3 fournisseurs principaux) / Moyenne (environ 10 fournisseurs principaux) Faible (plus de 10 fournisseurs principaux)	/2
Note globale 3			/10
Les garanties de financements	Garanties/cautions	Pas de garanties à présenter/ Garanties de faible valeur/ Grande aptitude à présenter des garanties considérables.	/10
Note global 4			/10
Relation avec l'établissement de crédit (le marché financier et la banque centrale)	Le Comportement passé et les incidents de paiement	Nouvelle relation avec l'établissement de crédit/ Avec incident de paiement durant les deux dernières années/ /Avec crédit depuis plus de 6 mois sans incidents/ Cette entreprise n'a pas enregistré aucun retard de remboursement depuis sa domiciliation	/5
	Qualité de l'information	Les Etats financiers et comptables de cette entreprise sont certifiés par un commissaire aux comptes, ainsi les situations fiscales et parafiscales sont mises à jour / Etats financiers non certifiés par un commissaire aux comptes	/5
Note global 5			/10
Note qualitative			/50

4.3.4 Tableau 3. Grille d'évaluation³⁷

Intervalles	Notes	Qualité risque crédit
$124 \leq \text{point} \leq 150$	AAA	Extrêmement excellent
$118 \leq \text{point} < 124$	AA	Excellent
$102 \leq \text{point} < 118$	A	Très bon
$84 \leq \text{point} < 102$	BBB	Bon
$77 \leq \text{point} < 84$	BB	Modéré
$68 \leq \text{point} < 77$	B	Acceptable
$62 \leq \text{point} < 62$	CCC	Elevé
$56 \leq \text{point} < 62$	CC	Critique
< 56	C	Défaut

4.3.5 Tableau 4. Evaluation quantitative

Eléments (Ratios)	Formules (Calculs)	Commentaires	Notes
Ratio de risque liquidité	$K_p / \text{Total passif}$	Ce résultat est appréciable. PALM-CI a plus de dettes que de capitaux propres ce qui reflète, notamment, la confiance de ses créancier	8 /10
Ratio de capacité d'autofinancement	$\text{Endettement} / \text{CAF}$	CAF reste à un niveau appréciable et sécurisant.	6.5/10
Ratio d'endettement financier global (ratio de structure financière).	Dettes / K_p	Les dettes sont inférieures à presque 6 à 8 fois les fonds propres dans l'industrie en général ; donc PALM-CI a encore un important potentiel en termes de possibilités d'endettement.	8.5/10
Ratios de poids des intérêts	FF / CA	Les frais financiers représentent 0,9% du chiffre d'affaires, c'est un très bon résultat si on prend en considération la nature de l'activité de l'entreprise industrielle.	8.5/10
Ratio de couverture des capitaux investis	$\text{RS} / \text{AI} + \text{BFR}$	Le niveau des ressources stables est à améliorer.	5/10
Ratio d'indépendance financière	K_p / RS	Ce ratio est lié au ratio d'endettement global. Il montre que PALM-CI dispose d'un important potentiel en termes de capacité d'endettement.	6.5/10
Ratio de structure de capital	$\text{Dettes} / \text{RS}$	A l'instar du ratio précédent : faible niveau d'endettement (PALM-CI peut encore s'endetter).	7/10
Ratio de liquidité général	AC / DCT	Les actifs dont l'échéance arrive au cours de l'exercice couvrent une grande partie des engagements à court termes.	7/10
Coefficient d'exploitation	$\text{Charges d'exploitation} / \text{Produit net}$	Une maîtrise du coefficient d'exploitation et donc les ratios fondamentaux de la société restent très	9/10

³⁷Op.cit.Fazia ZIBANI

		bons entre 2020 et 2021.	
Ratio d'équilibre financier à long terme	RS / AI	Bon résultat car l'entreprise industrielle engage généralement ses ressources stables.	7.5/10
		73.5/100	

5. Conclusion

L'un des plus importants risques que l'investisseur souhaite couvrir est le risque de défaut, étant donné sa préoccupation à récupérer son capital investi ainsi que sa rémunération (dividendes ou coupons attachés aux obligations). Partant de ce constat, la notation financière s'avère être une pratique d'importance majeure au niveau des marchés financiers en général. Elle permet, notamment, la quantification des risques de défaut par différentes méthodes statistiques ou d'apprentissages, à travers une analyse établie par les acteurs du marché financier (agences de notation, banques, ...) sur la base des informations quantitatives (états financiers), qualitatives (enquêtes sur le terrain). A travers cet article nous avons eu pour objectif d'apporter des éléments de réponse permettant de comprendre le processus de construction d'un système de notation financière, en montrant sa contribution pour la prise de position à l'acquisition ou à la cession d'instrument (actions ou obligations) de l'entité évaluée. Ce travail de terrain nous a permis d'exprimer les conclusions et recommandations suivantes : Au plan pratique, nous avons observé que les SGI sont les premiers utilisateurs de l'activité de notation financière sur le marché financier de l'UEMOA. Notre étude du système de notation de Bloomfield Investment élaboré à partir des données quantitatives (ratios financiers) et qualitatives (historique de l'entité, son organisation et son management, l'analyse de son environnement et de sa stratégie, etc.) que nous avons appliqué à titre d'illustration sur la PALM-CI en 2021. Aussi, pouvons-nous citer comme résultats obtenus, le rôle que joue ces agences d'évaluation financière dans la réduction de l'asymétrie informationnelle entre investisseurs et émetteurs des instruments financiers des agents du système économique, et ainsi, leurs concours à la dynamisation et à l'efficacité du marché financier régional. Par ailleurs, et dans le cadre de notre exploration orientée sur la PALM-CI il nous a été donné de constater que l'appréciation du risque de solvabilité était souvent réalisée en utilisant les méthodes « classiques » de l'analyse financière « statique », basée sur l'étude de la santé financière et de la rentabilité de l'entreprise ; alors qu'une appréciation pertinente de ce risque ne saurait se contenter de tels outils. D'autres méthodes plus sophistiquées ont été développées, à l'instar de la notation interne, basée sur l'utilisation des modèles des scores, qui constitue l'une des dernières recommandations du comité de Bâle sur le contrôle bancaire dans le cadre de son second accord.

Bibliographie

- [1] AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS. AMF (Janvier 2008). Rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation ; Notation crédit des entreprises. Documentation Française, p.19 - 25.
- [2] DE POLIGNAC, J.F., DP (2002). La notation financière, l'approche du risque de crédit. Paris, revue banque, p.43.
- [3] FABIENNE COLLARD, FB (Juillet 2009). Les grandes agences de notation internationales : leur rôle annoncé dans la crise, vers quelle régulation ? Les Cahiers Lasaire , n° 38.

- [4] Fazia ZIBANI, FZ (2018), Notation financière et scoring : Application dans le secteur financier algérien
- [5] DEGOS, J.G., AL. (2012). Les agences de notation financières. Naissance et évolution d'un oligopole controversé. *Revue française de gestion*, vol 8 (N° 227), p. 45-65.
- [6] GAILLARD, N. GN (2012). La responsabilité éthique des agences de notation. *Transversalités*, vol 4 N° 124, p. 53-67.
- [7] GAILLARD, N., GN (2012). Remettre la notation financière à sa juste place. Institut Montaigne.
- [8] GOYEAU, D. SAUVIAT GDS &, A. TARAZI, A. ATA(2001). Marché financier et évaluation du risque bancaire : Les agences de notation contribuent-elles à améliorer la discipline de marché ? » *Revue économique*, vol 52, N°2, pp. 265-283.
- [9] STANDARD & POOR'S SP(2010), « Guide de notation de crédit : comprendre les notations ». (www.UnderstandingRatings.com.)
- [10] www.brvm.org/fr/rapports-societe-cotes/palm-ci.