

LA COTATION

Benchaib Fatima Zohra
E.mail : benchaib_fatima@yahoo.fr

TAOULI Mustapha Kamel
E.mail : mk_taouli@yahoo.fr

Résumé :

Aux Etats Unis, depuis le quadruple éclatement (dérèglementation, mondialisation, globalisation et propagation de l'innovation financière) des années soixante dix, de nouvelles structures, supports financiers et techniques virent le jour et se répandirent en Europe et en Asie avec une décennie en retard ; Les innombrables possibilités en matière de financement relatives au vaste mouvement de désintermédiation confronte les entreprises à de multiples risques, notamment le risque de solvabilité et le risque systématique .

L'objet de l'étude porte sur les nouvelles techniques d'évaluation du risque crédit : le rating . Des ratios sont calculés dans le temps, des tendances sont élaborées et des projections tirées. Aussi, cette notation n'est pas immuable ; elle évolue avec le temps dans un sens ou dans un autre au cours de la durée de vie de la dette sur le marché.

Cette méthode consiste à attribuer une note aux entreprises afin d'examiner leur performance et leur crédibilité financière pour finalement évaluer le risque client.

Le rating, prenant une autre résonance en Algérie doit être revu et complété par d'autres systèmes d'évaluation.

Selon l'usage, le rating financier se traduit habituellement par notation, par évaluation, par cotation ou encore par classement. Comment peut-on définir le rating ? Nous pouvons affirmer que c'est une notification d'une émission de titres de créance. Cependant, pour lever toute ambiguïté, l'appréciation ne porte nullement sur les émetteurs mais sur la solvabilité des titres de créances émis ou , en d'autres termes sur la probabilité pour un émetteur d'honorer intégralement le remboursement du capital et le paiement des intérêts et d'une émission aux échéances prévues. Si parfois et ce qui est rarissime, le rating porte sur l'émetteur, il s'agit alors de rating «individuels» ou « global ».

Certes, il existe une étroite relation entre la qualité de l'émetteur et celle des créances. Aussi, un même émetteur peut parfois émettre des créances de type différent, c'est-à-dire assorties de garanties ou non, ce qui conduit à modifier l'appréciation portée sur chacune d'entre elles. C'est dans cette perspective que le rating porte essentiellement sur la qualité du papier émis. Un rating traduit la sécurité d'une créance sur celui qu'il a émis. Précisons d'emblée que le rating s'inscrit dans le cadre de l'évolution de la finance internationale.

I. Caractéristiques de la Finance Internationale :

En effet, la finance internationale a subi dans les années 1980 à 1990 en Europe un quadruple éclatement (au niveau de la dérèglementation, de la mondialisation, de la globalisation et de l'innovation permanente) qui a induit d'énormes conséquences. Ces éclatements modifièrent les aspects juridiques, géographiques, structurels et techniques des marchés financiers et bancaires.

A) Phénomène de la dérèglementation :

Le « laisser-faire » à outrance des années Reagan toucha l'ensemble des économies et particulièrement les secteurs bancaires et financiers avec comme corollaire l'apparition de nouveaux produits et techniques qui portaient parfois le sceau de l'interdiction dans certains pays.

B) Phénomène de la mondialisation :

Eclatement d'ordre géographique, la mondialisation des marchés fut possible grâce à la dérèglementation. La finance devient mondiale, elle n'a plus de frontière ; la recherche de capitaux aboutit là où les conditions sont les plus avantageuses. Il est vrai que la libre circulation internationale du capital rend plus difficile la restriction du crédit bancaire dans un seul pays agissant de soit même. Si par exemple on exigeait aux banques d'un pays A de restreindre leurs de prêt, alors les résidents de ce pays pourraient sans doute emprunter davantage aux banques étrangères, non assujetties à la réglementation de leurs pays.

C) Phénomène de la globalisation :

La durée des emprunts sur les marchés monétaires et financiers est abolie. Il en est de même pour la nature des crédits et des émissions de valeurs mobilières. La globalisation suppose que désormais l'ensemble des marchés sont plus ou moins intégrés dans un marché de capitaux unique où la durée et la nature des produits n'ont plus de sens ; c'est ainsi qu'actuellement nous raisonnons en termes de salle des marchés.

D) Phénomène de l'innovation continue :

Les produits financiers deviennent d'une sophistication sans précédent ce qui a induit la multiplication de spécialistes financiers à l'échelle mondiale.

Comme conséquence immédiate à ce quadruple bouleversement, il s'en est suivi une recrudescence de titrisation ayant pour corollaire une désintermédiation bancaire et une émergence de nouveaux risques générant des réglementations prudentielles pour contrecarrer les risques de crédit et de marché.

À partir de la fin des années 90, de nouvelles normes imposent aux banques de « mettre au point une procédure de contrôle interne fiable et avalisée par les autorités de tutelle et d'utiliser un système standardisé élaboré par le comité de Bâle.

Encore une fois, le rating trouve ses origines dans les grands bouleversements de la finance internationale des années 70 aux États-Unis et 80-90 en Europe et en Asie.

L'enracinement des bouleversements des systèmes financiers internationaux a été tel que le processus paraît désormais irréversible.

En Algérie la rapidité de cette évolution favorisa la levée de nombreuses contraintes réglementaires et en favorisa également quelque peu l'innovation financière. Pour le système financier algérien, la profondeur des mutations financières internationales, présente aussi bien une chance à saisir qu'un défi à relever.

- Une chance dans la mesure où l'innovation financière se traduit pour les banques par :
 - un plus grand know-how financier ;
 - une diminution des coûts relatifs à l'intermédiation bancaire ;
 - une apparition de nouveaux outils de gestion financière ;
 - une plus grande mobilité de capitaux.
- Un défi en ce sens que l'innovation financière devenant de plus en plus sophistiquée exige de nouveaux réflexes relatifs :
 - aux multiples variations des taux d'intérêt ;
 - à la nouvelle monétique ;
 - à la mise en œuvre d'instruments financiers complexes et sophistiqués .

Il s'agit certes de défi et ce serait présomptueux d'en occulter les difficultés. Ces défis à relever par les banques et établissements de crédit en Algérie paraissent insurmontables pour pouvoir bénéficier des retombées de l'innovation financière. En effet, la profondeur des mutations nécessite une métamorphose quant aux habitudes de la gestion financière traditionnelle.

Une gestion dynamique, fondée sur le suivi des marchés et l'utilisation de nouveaux instruments financiers remplace inexorablement la vieille gestion figée, basée essentiellement sur la mise en place de financements et placements inamovibles.

II. La nouvelle donne relative aux relations banques -entreprises, à la diversification de financement et à l'évolution du rôle de la banque:

De véritables nouveaux circuits de financements se présentent aux entreprises à la suite des innovations financières.

Les banques et les établissements financiers en tant que pourvoyeurs de capitaux (cas de l'Algérie) cèdent la place au mouvement généralisé de la désintermédiation. Dans cette perspective, les titres négociables mettant face à face emprunteurs et souscripteurs supplantent progressivement le crédit bancaire. C'est le phénomène mondial de la titrisation.

Au cours des années 80, sur les marchés de capitaux apparaissent dès euro- notes c'est-à-dire des titres à court terme émis au taux du marché par l'emprunteur dans le cadre de programme à moyen terme où les banques et les établissements de crédit n'interviennent que comme contrepartistes pour garantir la liquidité des titres en cas de non placement.

Sur le marché court, l'utilisation des billets de trésorerie s'est répandu aussi bien par les grandes que par les petites et moyennes entreprises.

Ce genre de financement permet à ces entreprises :

- un démarquage à l'égard des banques ;
- une réduction des coûts notamment ceux relatifs à l'intermédiation ;
- une alternative à la banque.

Notons toutefois que l'utilisation du crédit traditionnel dans les pays avancés s'est beaucoup estompée, mais sa survie se justifie d'une part par certaines contraintes d'accès aux nouveaux titres financiers et, d'autre part par la dépendance de risque de financement.

Il en découle que le rôle des banques en tant que nouveau pourvoyeur de capitaux va en s'amenuisant ce qui induit une transformation des relations banques -entreprises.

En effet, l'intermédiation traditionnelle fait place à une intermédiation financière pourvoyeuse de commissions. Les besoins de crédit des entreprises cèdent la place aux besoins de production d'instruments financiers nouveaux, d'intervention sur les différents marchés nationaux et internationaux.

Les innombrables possibilités en matière de financement et de placement relatives au vaste mouvement de désintermédiation confrontent les entreprises à de multiples risques notamment le risque de solvabilité et le risque systématique. C'était ainsi qu'apparaissent de nouveaux produits financiers ayant pour vocation une protection plus décisive contre le risque de taux et le risque de change.

A. Apparition du rating ou comment évaluer le risque crédit ?

Parmi les agences de rating les plus connues aux États-Unis citons les « Deux majors » :

- La Standard and Poor's ;
- Moody's

et celles spécialisées dans l'analyse du risque de défaut :

- Fitch Investor,
- Duff and Phelps,
- Keef, Bruyette and Woods, (uldz)
- Thomson Bank Watch

Par ailleurs, la Coface porte un rating sur les dettes commerciales de montant inférieur à 100 000 Euro et d'une durée inférieure à six mois.

A l'heure actuelle, la Banque de France note aussi bien dans la zone Euro que dans les zones dollar et yen.

Après un libre choix de l'agence comment celle-ci déterminera le rating ?

la démarche méthodologique consiste à mener une analyse ayant pour source un amas informe de données statistiques et leur interprétation. L'analyste agira au son des renseignements fournis par les documentalistes de l'entreprise provenant aussi bien directement de l'émetteur qu'indirectement par le biais de tiers. Des ratios sont calculés dans le temps, des tendances seront élaborées et des projections tirées. L'interprétation s'effectue à la suite de tri d'éléments ayant des importances différentes. Se référant à l'information antérieure, l'analyste identifiera les facteurs qui sont à l'origine des différences et tentera d'examiner des indices qui auraient permis dans le passé à réduire la tendance les facteurs influents.

L'étude se fait au cas par cas en dehors de toute étude standard ; la situation de l'émetteur est interprétée selon le secteur où il exerce.

Il en résulte une pondération car parfois d'un même chiffre, deux conclusions diamétralement opposées peuvent être établies pour des raisons jugées déterminantes par l'analyste.

Schématiquement nous retenons les principales étapes de notation de la manière suivante :

a- NOUVELLE EMISSION :

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> a) Demande de cotation par l'entreprise ; b) Constitution d'une équipe d'analyse et d'un dossier d'analyse ; c) Etablissement d'une pré étude avec questions et problèmes en suspens ; d) Présentation de l'équipe à la société et résolution des questions en suspens ; e) Etude analytique finale et préparation à la présentation au comité ; f) Vote de niveau de cotation ; g) Notification du rating à l'émetteur ; h) Si acceptation de rating par l'émetteur officialisation de rating entrée dans le système de suivi ; i) Si contestation du rating par l'émetteur annulation du rating. |
|---|

b- REACTUALISATION D'UN RATING :

- | |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"> a) Examen des nouvelles données chiffrées de la société ; b) Prescription des modifications du rating ; c) Visites à la société ; d) Entretiens avec ses responsables et ses conseils . |
|--|

Une fois l'étude achevée quelle est la finalité d'un rating ?

L'objet de la notation consiste à éclairer les investisseurs en leur fournissant un indicateur simple et immédiat d'appréciation de la qualité du crédit.

Les meilleures notes seront représentées .AAA ou AA (voir plus loin).

Selon l'échéance du titre analysé la notation diffère ; celle-ci offre à l'investisseur une information fiable sur le risque de la créance. Aussi, le rating n'est pas immuable ; il évolue dans un sens ou un autre au cours de la durée de vie de la dette sur le marché.

L'indépendance de ces agences vis-à-vis des émetteurs et des investisseurs constitue un véritable gage de crédibilité du rating, aussi bien à court terme (commercial paper) qu'à long terme (obligations).

B. Utilité du rating :

On dit « qu'un rating vaut un millier de mots ». En effet, pour l'investisseur la notation permet de donner une valeur aux titres lancés ; Pour l'emprunteur, plus un rating est élevé, moins fort seront les taux offerts.

Par ailleurs, un bon rating accroît la notoriété de l'entreprise. En effet, le rating a un rôle directeur pour l'émetteur qui lui sert de guide dans sa stratégie financière et d'un important instrument d'aide à la décision en ce qui concerne l'investisseur.

Au demeurant, avec une grande assurance, le rating le renseigne sur les titres acquis ou à acquérir sans avoir à réaliser de fastidieuses analyses financières au préalable ; d'ailleurs la majorité des journaux financiers mettent en exergue aussi bien le rating des différentes émissions que leur taux de rendement.

L'investisseur choisit ses valeurs selon le duo risque- rentabilité qu'il s'est antérieurement fixé .

C. Importance et pratique de la cotation

Le rating est devenu sacro-saint aux États-Unis de telle sorte que rien ne se décide sans lui.

Pour l'emprunteur vouloir se porter sur un marché de papier commercial sans demander ou examiner son rating c'est se heurter frontalement à l'échec en endossant un taux pénalisant voire aboutir carrément à une impossibilité de placement.

Le recours systématique au rating confère aux agences d'énormes responsabilités.

Une fois la notation établie il serait possible voire indispensable de mesurer un effet de transmission ou d'absorption que peut avoir le rating sur l'ensemble du marché ou sur d'éventuelles émissions de l'émetteur.

L'étendue des pouvoirs des agences de notation exige à la fois une certaine indépendance et un certain contrôle.

Nous avons vu précédemment que le gage de notoriété est assuré par l'indépendance ; quant au contrôle, il s'exerce par la Securities Exchange Commission (S E C) qui exige entre autres la conservation des documents d'analyse ayant conduit à l'élaboration du rating.

Notons toutefois que deux ratings émis par deux agences différentes pour le même titre ne peuvent être à coup sûr qu'identiques ; s'il y a une différence, elle dépasse très rarement une catégorie.

D. Qu'en est-il de la notation française ?

Elle est assurée essentiellement par l'Agence d'Evaluation Financière (A D E F) qui recouvre une certaine indépendance aussi bien à l'égard des intermédiaires financiers que sont les banques qu'à l'égard des autorités administratives représentées par le Trésor et la Banque de France ou encore vis à vis des entreprises .

Le principe d'indépendance est préservé par le fait qu'aucun des principaux actionnaires ne dépasse plus de 15 % du capital comme le montre notre répartition :

- Crédit National 15%
- Caisse retraite du BTP 2.5%
- DAFSA 10%
- Compagnies d'assurances 72% dont :
 - UAP 10% CNP 10% AGF 10% AGP 10% AXA 10%
 - GMF 10% MGF 5% GAN 2.5% CARDIF 5%

1- Procédures techniques :

Avec une dizaine d'années en retard, l'A D E F propose un schéma chronologique des désignée en liaison avec un représentant de la société. L'étude embrasse aussi bien les données économiques, commerciales, financières ainsi que les qualités d'organisation de planification et de management de l'émetteur.

Par ailleurs l'A D E F s'assure de la qualité des conditions de l'émission des moyens mis en œuvre pour effectuer un bon placement des titres et de leurs futures liquidités sur le marché secondaire. Tout comme les agences américaines, l'agence française soumet le rating à un comité de notation composé de personnalités connues pour leurs compétences en la matière et par leur indépendance. Ce comité transmet à l'entreprise qui peut faire appel sa décision finale.

L'émetteur peut toutefois, s'il le désire, demander à l'agence de ne pas publier le rating.

Le tableau suivant reflète aussi bien les échelles de notation de l'A D E F. concernant les créances à court terme que celles pour le long terme.

RATING LONG TERME (obligations)

NB : Baa3 et BBB-constituent les seuils acceptables Pour investissement jugé peu risqué. Au-delà c'est la catégorie spéculative.	Moody's	Standard & poor's
Capacité de remboursement extrêmement forte- quasiment sans risque	Aaa	AAA
Capacité de remboursement très forte	Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-
Capacité de remboursement forte, mais rentabilité plus grande à l'évolution défavorables qui peuvent survenir dans l'environnement économique.	A1 A2 A3	A+ A A-
Bonne capacité de remboursement, qui peut toutefois être influencée par des évolutions défavorables de la conjoncture.	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-
Capacité de remboursement incertaine.	Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-
Capacité de remboursement très incertaine forte sensibilité aux aléas conjoncturels .	B1 B2 B3	B+ B B-
Mauvaise qualité, possibilité de défaut de paiement.	Caa	CCC
Très mauvaise qualité, défauts de paiements hautement probables.	Ca	CC
Qualité la plus médiocre, faible probabilité de retrouver un jour une qualité satisfaisante.	C	C ¹ D ²

RATING COURT TERME (commercial paper)

Capacité de remboursement la meilleur à l'échéance, avec 2 ou 4 degrés selon l'organisme.	P1 P2	A1+ A1 A2 A3
Capacité satisfaisante mais sensibilité aux aléas conjoncturels .	P3	B
Capacité incertaine.	-	C
En défaut ou probabilité de défaut à l'échéance0	-	D

2- Perspectives de viabilité d'agences européennes de notation :

3-

- il est vrai que la position américaine prédomine mondialement. La notoriété des agences conduirait à l'échec de toute tentative de création d'agences européennes comme ce fut le cas pour l'Euro Rating créé par Fitch américaine. Quel serait alors les conditions de viabilité et de croissance des agence européennes ? À l'instar de leur homologues américaines les agences européennes ne peuvent se propager et prospérer que si deux conditions principales sont remplies :
- Les premières résident dans l'existence d'une demande européenne de rating. Cette demande ne peut se manifester que dans la mesure où il existe des marchés organisés de transactions d'instruments de dettes.

L'existence de ce genre de marché à l'ensemble des états de l'Union de l'Europe est une condition, certes nécessaire mais elle ne peut être suffisante, encore faut-il que se manifeste une certaine incitation des émetteurs à se faire noter. En France, cette incitation a été d'ordre réglementaire, ce qui est également le cas pour l'Algérie.

- La seconde raison réside dans le positionnement des agences européennes par rapport aux agences américaines. Comparativement à celles-ci, quel avantage comparatif présente les agences européennes ? Celles-ci doivent s'assigner un double objectif :

_ offrir des capacités professionnelles adaptées à chaque place financière ;

Selon Michel Richaud, le marché européen « attend un service de notation régionalisé par places financières importantes permettant une appréciation du risque adapté à chaque type d'émetteur en fonction des caractéristiques du milieu politique, économique, culturel où il a ses racines ». Il est clair que cette vision réduirait les grands traits de la globalisation, de la réglementation et de la mondialisation précédemment énoncés.

- répondre coûte que coûte aux demandes d'émetteurs pour lesquels les agences américaines ne sont pas les mieux placées en raison de leur organisation centralisée à New York.

C'est en répondant à ces conditions qu'est née une Euro Notation qui a la prétention de s'étendre à l'ensemble de l'Europe en s'imposant par sa méthodologie, son éthique et son aptitude à répondre aux besoins typiquement européens.

4- Qu'en est-il de l'utilisation du rating en Algérie ?

Encore une fois nous avons souligné que le rating ne peut s'inscrire que dans un contexte d'économie globalisée, déréglementée et mondialisée où l'innovation est en perpétuelle recommencement. L'inexistence d'un marché financier en Algérie fait que jusqu'à lors, les banques et les établissements financiers constituent l'essence du financement pour les entreprises.

L'appel direct à l'épargne publique pour contracter un emprunt ne se pratique que pour les dettes obligataires et est réservé aux seules sociétés financièrement solides ».

À défaut de rating, les émetteurs ne se sentent protégés que par la notoriété de la société émettrice.

Dans le contexte algérien, le risque ainsi que son évaluation n'ont de sens que pour les banques et les établissements de crédit vendeurs dans leur rôle non pas d'intermédiaire mais de distributeurs de crédit. Il se peut également que seul les entreprises consentant des délais à leurs clients peuvent à la limite éprouver le besoin d'évaluation de leurs risques. Dans cette atmosphère et dans le cadre de la réglementation prudentielle, la notion de risque ainsi que son rating prend une tout autre résonance dont la pertinence reste à démontrer. En d'autres termes, il s'agit en Algérie d'analyser et de coter la solvabilité des entreprises clientes auprès d'une banque. Ce rating s'effectue sans recours à des agences spécialisées indépendantes et à notoriété confirmée. Il ne se réalise que par les banques elles-mêmes ce qui ne les éloigne pas de leur analyse classique. Le rating en Algérie se traduit par une cotation reflétant la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements financiers.

Dans ce contexte, les visées de la Banque d'Algérie seraient la fourniture d'un appui à la mise en application de la politique monétaire.

Le rating élaboré sur la base de données de la « Centrale des bilans » pourrait être à la limite utilisé par les banques commerciales comme un support afin de prospecter une clientèle de qualité et de suivre l'évaluation du risque client.

Soulignons enfin que la notation telle qu'utilisée en Algérie demeure à notre sens plus que douteuse vu l'ampleur de l'économie informelle qui se répercuterait sur la véracité des documents comptables.

5- Quelques propositions pour l'Algérie nécessitant de très grands chantiers :

- relancer le processus de privatisation des Entreprises Publiques Economiques (E P E) ;
- restructurer le marché financier et instaurer une véritable culture boursière ;
- relancer la bourse d'Alger et surtout faciliter les conditions d'accès aux différents marchés ;
- développer l'intermédiation financière (et non l'intermédiation bancaire) des banques ;
- utiliser les instruments de la politique monétaire telle que stipulée par la loi sur la monnaie et le crédit , de manière plus efficace pour mieux s'adapter à la globalisation financière ;
- réactiver la politique de l'open market ;
- se servir de la politique des réserves obligatoires comme instrument d'appoint uniquement ;
- instaurer une véritable politique du taux de change.

En définitive, à partir de l'année 1970 aux Etats Unis et avec une décennie de retard en Europe, les finances nationales et internationales ont considérablement évoluées.

Dans ce papier, si notre attention a été portée surtout sur le rating comme système d'analyse, il n'en demeure pas moins que d'autres systèmes d'évaluation du risque crédit ont suivi les mêmes trajectoires géographiques et temporelles que la finance internationale. En effet, l'analyse financière traditionnelle, dont les mérites demeurent jusqu'à nos jours incontestables, doit être complétée par d'autres systèmes d'évaluation plus segmentés tels que le système scoring, le système expert, le système de réseaux neuronaux ou d'autres système de risque ajusté RAROC.

La complémentarité de ces méthodes d'appréciation du risque exige des banquiers une perpétuelle adaptation et stratégie afin de se maintenir et prospérer dans la sphère des syndicats de placement.

Bibliographie :

- 1- P. Artus « le ratio Cooke et le comportement des banques » Revue française d'économie. vol 5 . hiver 2006
- 2- P.A Chiapor et M.O. Yanelle : « le risque bancaire : un aperçu théorique » Revue d'économie financière N°37. 2006 .
- 3- J. Couppey et P Madies : l'efficacité de la réglementation prudentielle à la lumière des approches théoriques. Revue d'économie financière N°39 février 1997.
- 4- C.De Boissieu et C. Pontbriand : « les stratégies bancaires des années 90. Revue d'économie financière » N°27 hiver 2005
- 5- C. Dufloux et L.Margulici : « les euro-crédits pourquoi ? comment ? » Revue Banque 400 pages . 2006
- 6- C. Dufloux et L. Margulici : « finances internationales et marché de gré à gré » Ed Economica. Paris 2^{ème} Edition 2007
- 7- C. Jaffeux « Le second marché : mythes et réalités Economica 2004
- 8- D. Lacoue Labarthe « Les crises financières et leurs propagations internationales »Economica 2000
- 9- M .Richaud : « La notation : Perspectives de développement d'un système européen de notation » 1^{er} bulletin international de stratégie bancaire.