



WARA
West African Rating Agency



Notation Financière

L'approche de WARA

LES RISQUES MAÎTRISÉS

www.rating-africa.org

wara@rating-africa.org



Ordre du jour

1. Rappel du **cadre réglementaire** en zone UEMOA
2. La notation financière: **qu'est-ce que c'est ?**
3. **L'offre de notation** de WARA: échelle, plafonds, processus, champ
4. La méthodologie WARA de notation des **Banques**
5. La méthodologie WARA de notation des **Compagnies d'Assurance**
6. La méthodologie WARA de notation des **Corporates**
7. La méthodologie WARA de notation des **Souverains**
8. La méthodologie WARA de notation des **Collectivités Locales**
9. **Les cas particuliers:** *fonds de garantie, banques multilatérales de développement, entreprises publiques, PME-PMI, dettes subordonnées/sécurisées, percer les plafonds souverains*
10. Faire usage des **garanties**



Première section

1

Rappel du cadre
Réglementaire
en zone UEMOA



Cadre de référence

Rappels:

- **Séminaire de Dakar en février 2006** convoqué par le CREPMF portant sur la Réforme des Garanties et Introduction de la Notation
- **Intervention intitulée**: « Notation et garanties Substituts ou complément ? » par Seydina TANDIAN
- **Article** : Introduction de la Notation dans l'espace UEMOA
- Cf. article sur : www.icilome.com
- **Étude « Lovells »** : Cabinet conseil sur la réforme des garanties (dont Restitution fut donnée à Lomé le 28 Août 2008)



Textes de référence

Rappels:

Nouveau Projet de règlement Général de 2008

- **Nouvelle Instruction 37/2009** relative aux conditions d'exercice de l'activité d'agence de Notation sur le marché financier régional de l'UMOA **du 23 Novembre 2009**.
- **En réalité le nouveau cadre de référence découle de la lecture combinée du Règlement Général et des Instructions:**

- **36/2009 portant modification et annulation de l'instruction 33/2006 relative à l'appel public à l'épargne au sein de l'UMOA**
- **37/2009 relative aux conditions d'exercice de l'activité d'agence de notation sur le MFR de l'UMOA**
- **38/2009 relative à l'approbation des garants dans le cadre des opérations d' APE sur le MFR**
- **et la circulaire 02-2010 relative au contenu de la note d'information dans le cadre des opérations d'APE sur le MFR**



Textes de référence

Ce qu'il faut retenir de l'instruction 36/2009

- Obligation de Notation et/ou garantie:

Article 8: Tout émetteur autre que les États et les collectivités publiques locales ou territoriales qui fait appel public à l'épargne, doit se faire noter par une agence de Notation dûment agréée par le CREPMF

- Pour toute émission de titres de créances par APE ou d'autres valeurs mobilières représentatives de créances, les émetteurs s'engagent à se faire noter pendant toute la durée des titres.
- A défaut de pouvoir produire une note en grade d'investissement délivrée par une agence de Notation agréée, les émetteurs doivent constituer au bénéfice des souscripteurs une garantie à première demande.
- En cas d'absence de notation, le montant de la garantie doit couvrir intégralement le principal et les intérêts du titre visé et sa durée correspondre à l'amortissement dudit titre.



Textes de référence

Ce qu'il faut retenir de l'instruction 36/2009 (suite)

- Cette garantie doit être délivrée par un garant agréé par le CREPMF et bénéficiant d'une note jugée satisfaisante attribuée par une agence de Notation dûment agréée.
- Les émetteurs sont les titres inscrits à la côte ont 3 ans pour se conformer à ce texte applicable depuis le 23 Novembre 2009

Visa préalable du CREPMF

- Dans ce dossier doit figurer la Note d'information Dans la Note d'information, **il est fait mention article 6 du dernier Rapport de Notation 2.9** ou des Garanties offertes le cas échéant 2.10
- Attention: Même pour les collectivités publiques locales et territoriales, le texte fait mention (Chapitre 4, diligences incombant à ces collectivités :article 10 point 9 au « **rapport de Notation ou le cas échéant les garanties offertes** » = fortement conseillé!



Textes de référence

Ce qu'il faut retenir de la circulaire 02/2010

« Renseignements généraux » concernant l'émetteur

Caractéristiques de l'opération- Renseignements comptables

Point 1: Pages introductives:

La dénomination du ou des garants **et/ou la note attribuée par une agence de Notation**

Point 3. Gouvernement d'entreprise:

L'agence de notation, sa date d'approbation par le CREPMF ainsi que les autres marchés sur lesquels sa notation est acceptée.

La note obtenue par l'émetteur et/ou l'émission, sa signification dans la grille de l'agence ainsi qu'en comparaison d'autres agences reconnues, accompagnée des commentaires de l'agence.

Point 6: garanties offertes ou Notations. Des informations claires doivent être fournies au sujet des garants ou des agences de notation le cas échéant , à savoir:

La dénomination etc.... Le montant garanti, pour les garants

La ou les notes , l'historique de notation



Textes de référence

Ce qu'il faut retenir de l'instruction 38/2009 **Instaure un critère d'éligibilité au rang de GARANT**

Article 2: Sont habilités après approbation par le Conseil Régional à se constituer garant dans le cadre des APE, les personnes morales suivantes:

- Les organismes financiers internationaux et régionaux
 - Les institutions publiques d'aide au développement ou de coopération autorisées par convention , traité ou accord et
 - Toute autre entité approuvée par le CREPMF
-
- Par dérogation, les Établissements de crédit exerçant dans l'UEMOA, sont habilités de plein droit à émettre des garanties admises dans le cadre des APE. Toutefois l'acceptation de ces garanties pour une opération financière sur le Marché financier régional est subordonnée au respect par lesdits établissements du cahier des charges annexé à la présente instruction.
 - Dossier d'approbation des garants (autres que Établissements de Crédits)
 - Dans ce dossier doit figurer les trois derniers rapports délivrés par une agence de Notation agréée article 3 point D)



Textes de référence

Ce qu'il faut retenir de l'instruction 38/2009

Les garants disposent d'un délai de deux ans (à compter du 23 NOV 2009 pour se faire noter et envoyer leurs rapports au CREPMF)

Attention:

le Cahier des charges s'applique aux Établissements de Crédit désirant offrir une garantie dans le cadre d'un APE.

Pouvoirs de contrôle du CREMPF (étendus qui vérifie)

- Expérience et moyens techniques
- Harmonisation des ratios
- Règles de provisionnement
- Traitement comptable des garanties
- Qualité du portefeuille
- Information financière



Textes de référence

- « **Instruction n°37/2009 relative aux conditions d'exercice de l'activité d'agence de notation sur le marché régional de l'UMOA** » du Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF), datée du 23 novembre 2009.
- Contient **22 articles (regroupés en 4 titres)** très détaillés et particulièrement prescriptifs.
- Contient aussi une annexe importante : « **Cahier des Charges des Agences de Notation** », en 4 sections.



Articles 1 à 4

- L'instruction commence par fournir des définitions et l'objet de l'instruction.
- Dans son article 3, le régulateur précise que l'instruction **ne s'applique pas aux émissions de titres de créances des Etats** et groupes d'Etat.
- Dans son article 4, le régulateur précise que lors d'un APE « les émetteurs ne peuvent recourir (...) qu'aux notes délivrées par les Agences de notation **agrées** ».

WARA a entrepris les démarches nécessaires pour un agrément en bonne et due forme. Cela dit, WARA offrira des services de notation aux Etats, quand bien même ces notations souveraines n'entreraient pas *stricto sensu* dans le champ de l'instruction.



Articles 5 à 12

- Ces articles encadrent l'activité de notation en dressant la liste des **critères à l'aune desquels une agence sera agréée** et pourrait cesser de l'être.
- En particulier, les agences doivent disposer de **méthodologies** adéquates, de **ressources humaines** compétentes et de procédures pour **gérer les conflits d'intérêts**.
- Enfin, le régulateur se dote de tous pouvoirs pour **le contrôle et la surveillance** des agences, y compris sur place et sans annonce.

WARA dispose des méthodologies, ressources humaines et procédures adéquates. WARA accepte et respecte entièrement les règles de contrôle et s'y soumettra le cas échéant, avec la plus grande diligence.



Articles 13 et 14

- L'article 13 insiste sur la gestion des **conflits d'intérêt** mais renvoie à **l'Annexe**.
- L'article 14 en revanche est plus spécifique quant aux **exigences relatives aux salariés des agences**: des compétences de haut niveau, une séparation stricte des rôles analytiques et commerciaux, rotation des analystes tous les deux ans, et une rémunération indépendante du CA réalisé avec les entités notées directement par ces analystes.

WARA est particulièrement vigilante quant aux conflits d'intérêt, et dispose de trois Codes traitant de cette question de manière explicite. WARA a pris un soin particulier à parfaire son recrutement et la formation de ses employés.



Articles 15 à 17

- L'article 15 insiste sur les **méthodologies** applicables: elles doivent être publiées, exhaustives et évolutives.
- L'article 16 traite des modalités de **publication des notations**. Les agences doivent publier les notations au BOC, immédiatement. La titrisation et les notations non sollicitées doivent obéir à des catégories différenciées.
- L'article 17 traite des **publications générales et périodiques**: conflits d'intérêts, services auxiliaires, méthodologies, rémunération, procédures, taux de défaut, concentration des clients.

WARA dispose de méthodologies robustes; elles sont publiées. WARA dispose de procédures et politiques spéciales en matière de notations non sollicitées, désignées par le préfixe « **ns.** ». WARA ne s'engage pas dans la notation des transactions de titrisation à ce stade. WARA répondra volontiers à l'injonction réglementaire de publications générales et périodiques.



Articles 18 et 19

- Ces articles traitent de l'obligation faite aux agences de publier un **rapport de transparence**.
- Ce rapport est produit sur une **base annuelle**. Il est rendu **public**. Il doit contenir des **informations détaillées** quant: à la forme juridique, la gestion, le capital; le contrôle qualité; aux salariés et à leur activité; à l'archivage; au contrôle interne et au respect de l'indépendance; à la rotation des analystes, au CA ventilé; aux activités auxiliaires.
- L'instruction insiste sur le fait que les publications des agences ne doivent faire l'objet **d'aucune facturation de frais**.

WARA publiera son rapport de transparence annuel, avec tous les détails requis. Notamment, WARA dispose d'un groupe « Normes & Méthodes » qui veille à la qualité des notations, et d'une direction de la conformité qui veille au respect des normes réglementaires, notamment en matières d'indépendance, de confidentialité, d'archivage, de rotation et de conflits d'intérêts.



Articles 20 à 22

- Ces articles sont **relatifs au CREPMF lui-même**.
- Le Conseil évaluera la **crédibilité** des notations ainsi que **l'adéquation des rémunérations** versées aux agences et fera rapport.
- Les agences qui exercent déjà des activités de notation doivent constituer un **dossier d'agrément**.

WARA ne publiera ses notations d'émetteurs qu'après avoir obtenu l'agrément, pas avant. WARA enquêtera aussi auprès des émetteurs, investisseurs, analystes et médias pour mesurer la qualité perçue de sa recherche-crédit et la pertinence de ses notations. L'exigence de qualité est au cœur des préoccupations de WARA.



L'Annexe de l'instruction

- Un texte **détaillé** et lui-aussi **prescriptif**.
- Quatre sections:
 - 1. Exigences organisationnelles**
 - 2. Exigences opérationnelles**
 - 3. Règles applicables aux salariés**
 - 4. Règles relatives à la présentation des notations**



Section 1: exigences organisationnelles

- Rôle du **Conseil d'Administration** de l'agence: veiller à l'équilibre entre intérêt commercial et indépendance analytique; veiller aux contrôles et à la qualité des notations.
- Les **procédures et processus** (comptables, administratifs, de gestion et informatiques) doivent être robustes.
- Les **conflits d'intérêt** doivent être identifiés, prévenus et gérés. C'est la condition sine qua non de son indépendance.
- Le **contrôle**, qui doit être une fonction indépendante au sein de l'institution, doit être strict. L'activité de contrôle doit être elle-même **évaluée**.

WARA s'est doté d'un Conseil d'Administration particulièrement expérimenté et extrêmement soucieux de qualité, d'indépendance et de contrôle. La prévention et la gestion des conflits d'intérêts est l'un des principaux enjeux des trois Codes de WARA. La fonction de contrôle est indépendante et fera l'objet d'un audit régulier.



Section 2: exigences opérationnelles

- Cette section traite quasi-exclusivement de **la prévention et de la gestion des conflits d'intérêts**.
- Une agence doit identifier, éliminer, gérer et divulguer les conflits d'intérêts **potentiels ou réels**. Une agence doit aussi publier ses statistiques de concentration du CA.
- Une agence ne peut noter une entité si une relation de **dépendance économique** se crée entre un analyste (ou un dirigeant) et l'entité notée.
- Les services auxiliaires des agences ne doivent pas consister ni en du **conseil**, ni en de la **structuration**. Les **analystes** et les **commerciaux** doivent être clairement séparés.
- L'agence doit organiser la **traçabilité** de toute ses activités.

WARA a adopté toutes les mesures, dans ses Codes et ses Manuels de procédures, à même de minimiser les conflits d'intérêt, l'interaction des analystes et des commerciaux et la consignation de tous ses documents à même de faciliter la reconstitution *ex post* de ses activités.



Section 3: règles applicables aux salariés

- Cette section **traite aussi des conflits d'intérêt, mais au niveau des salariés**. En particulier, ces derniers ne peuvent **négoier des titres** d'entités qu'ils ont contribué à noter.
- En outre, cette section insiste sur la **protection des informations confidentielles**, notamment celles fournies par les émetteurs à l'agence.
- **Les salariés ne peuvent recevoir des présents** des émetteurs.
- Les salariés sont tenus **d'informer la hiérarchie de tout manquement aux règles de conformité**.
- En cas de rupture du contrat de travail d'un salarié d'une agence, des **normes spécifiques de contrôle** s'appliquent.

WARA a prévu de traiter du sujet des conflits d'intérêt auxquels pourraient être confrontés ses employés dans ses Codes. WARA encourage aussi ses employés à informer sa Direction de la Conformité de tout manquement aux normes de conformité. WARA appliquera à la lettre les règles de contrôle lorsqu'un contrat de travail est rompu.



Section 4: règles relatives à la présentation des notations

- Les agences doivent indiquer: leurs **sources**, leurs **méthodes**, leurs **définitions**, leurs **perspectives**, les **dates** de notation et de changement de notation, le nom et la fonction de **l'analyste principal**, si la notation a été **communiquée** à l'émetteur avant diffusion (et s'il y a eu des modifications le cas échéant), si **l'information** utilisée est suffisante, ainsi que les **limites** de cette notation (*en cas d'informations insuffisante, l'agence doit s'abstenir de noter*).
- Les agences doivent explicitement **expliquer** les éléments soutenant leurs notations, dans leurs communiqués de presse et leurs rapports.
- Des obligations supplémentaires s'appliquent aux instruments structurés (analyse des pertes, revue des sous-jacents et analyse des flux).

WARA a prévu d'inclure tous ces éléments de fond dans la communication de ses notations. Ses communiqués de presse et ses rapports de notation en feront mention explicitement. WARA, à ce stade, ne proposera de notation pour les instruments structurés.



Les Codes de WARA

- Au nombre de 3, et tous ensemble forment le « **CODE DE PRATIQUE PROFESSIONNELLE** »:
 1. Code de **Déontologie** (CD)
 2. Code de **Conduite Professionnelle** (CCP)
 3. Code de **Négoce des Valeurs Mobilières** (CNVM)
- **Principes:**
 - ✓ S'appuient sur les **meilleures pratiques**
 - ✓ Insistent sur **les principes d'éthique** dans l'activité de notation
 - ✓ Se fondent sur les normes de **l'IOSCO** (OICVM en français)



Code de Déontologie

- Le **Code de Déontologie** présente aux collaborateurs de WARA les **principes fondamentaux d'intégrité, de responsabilité, d'honnêteté, de professionnalisme, de tempérance, de bon sens et de transparence** inhérents à l'activité de Notation.
- Notamment, **les principes généraux de traitement des conflits d'intérêts** y sont décrits de manière explicite.



Code de Conduite Professionnelle

- Le **Code de Conduite Professionnelle** quant à lui, constitue un document plus **spécifique**.
- Outre le rappel des principes fondamentaux explicités par le CD, le CCP **détaille de manière beaucoup plus précises les règles de conduite à observer** et respecter dans la conduite du métier de Notation, tant par les Analystes que par les collaborateurs qui ne font pas partie des équipes analytiques.
- En particulier, le CCP précise de manière détaillée **les règles applicables aux différents stades du processus de notation** et se doit d'être lu et compris en phase avec le **Manuel de Procédures Analytiques**.



Code de Négoce des Valeurs Mobilières

- Enfin, le **Code de Négoce des Valeurs Mobilières** fixe les **règles d'achat et de vente de valeurs mobilières** par le personnel de WARA.
- Cela est prévu sachant que les employés de WARA ont accès, dans leur activité de notation, à des **informations confidentielles** susceptibles de générer un enrichissement indu en cas d'utilisation inadaptée de ces informations.
- Par conséquent, **le CNVM encadre strictement les investissements mobiliers** des collaborateurs de WARA.



Deuxième section

2

La notation financière:
qu'est-ce que c'est ?



Entre émetteurs et investisseurs

« *Un rating est le plus court éditorial financier sur la planète* » Leo O'Neil, ancien CEO de Standard & Poor's.

Contexte:

Les ratings, et au-delà d'eux, les métiers d'analyse financière, tiennent désormais une place *centrale* sur les marchés financiers tant globaux que régionaux, mais aussi de plus en plus localisés. *L'enjeu pour les investisseurs*: accéder à une information fiable, retraitée, filtrée par un processus analytique, et qui puisse faire sens.



D'abord une *opinion*

Toutes ces évolutions de prix (*spreads* ou primes de risque) doivent refléter une volatilité du risque (de crédit ou de contrepartie), lui-même capté par les ratings.

Qu'est-ce qu'un rating?

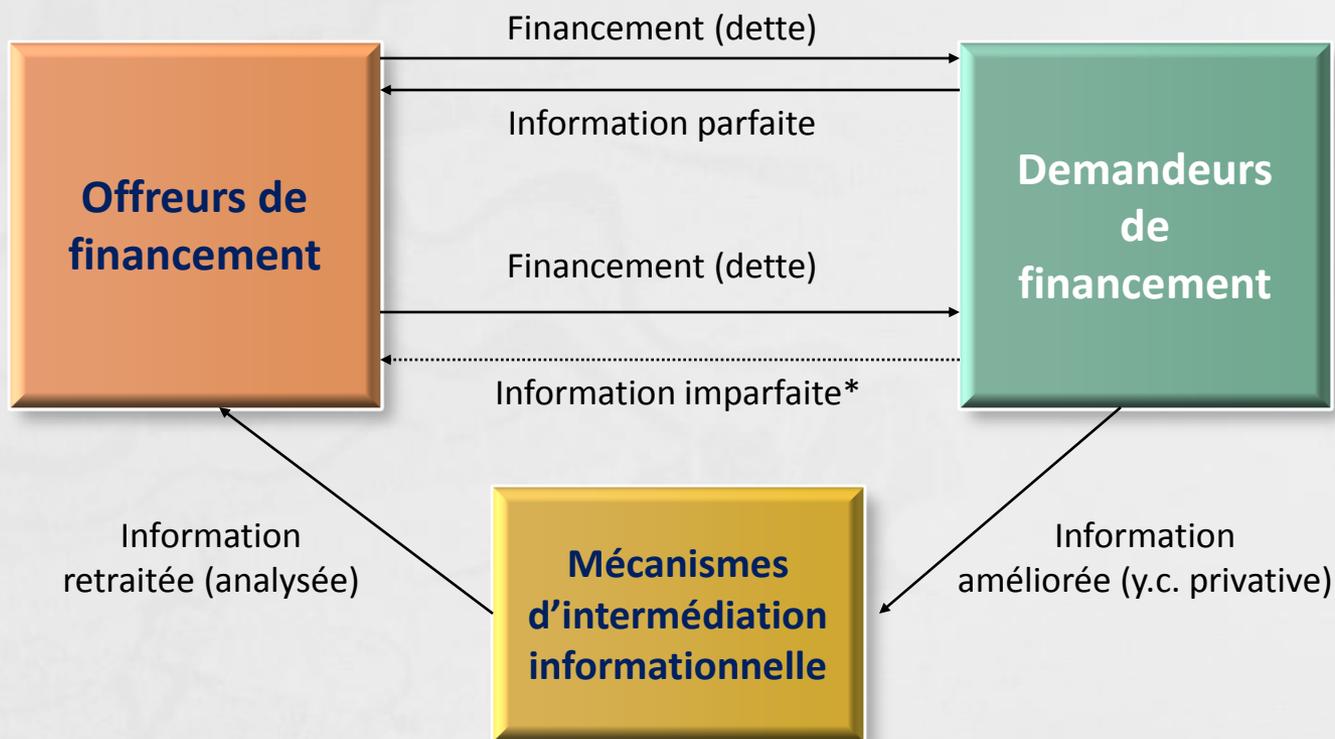
Définition: un rating est une ***opinion indépendante*** quant à la capacité et à la volonté (à court et moyen termes) d'un débiteur d'honorer, en temps et en heure, l'intégralité de ses obligations financières.

Ce qu'un rating n'est pas:

- Ce n'est pas une recommandation à l'achat, à la vente, ou à la conservation de titres.
- Ce n'est pas non plus un jugement de valeur.



Intermédiation informationnelle



* Note: aussi appelée « **incomplétude informationnelle des marchés** ».



Information et monitoring

Typologie:

Asymétrie	Information cachée	Action cachée
Opportunisme	Ex ante	Ex post
Effet économique	Anti-sélection	Aléa moral
Incitation	Révélation du risque	Audit/contrôle
Réaction bancaire	Rationnement du crédit	Autoréalisation

Délégation:

Sur les marchés intermédiés	Sur les marchés désintermédiés
Banques	Agences de notation financière



Des points focaux

- Les ratings permettent **l'émergence d'un alphabet et d'un langage communs**: en ce sens, les ratings constituent ensemble un point focal.
- Ce concept a été repris puis largement exploité par **la théorie des conventions**. En l'occurrence, la notion de **point focal** est antérieure à l'émergence de l'école des conventions en tant que paradigme théorique cohérent.
- La notion date en réalité des années soixante, et trouve ses origines dans les travaux séminaux de **Thomas Schelling** (Prix Nobel 2005) dans les années 1960.
- La définition la plus opératoire que l'on peut donner d'un point focal est la suivante : **c'est une connaissance commune (donc publique) à laquelle tout le monde se réfère, et que chacun sait être une référence pour tous.**



Principes de tarification

- **Les émetteurs de dettes rémunèrent les agences de notation** financière pour le service qu'elles rendent aux investisseurs.
- **Le prix** = commission fixe annuelle, dite de surveillance + commission variable, fonction du volume nominal de dette émise (le tout plafonné par une "*frequent issuer fee*").
- **Le coût de la notation est rarement une contrainte**; c'est finalement un service assez bon marché.

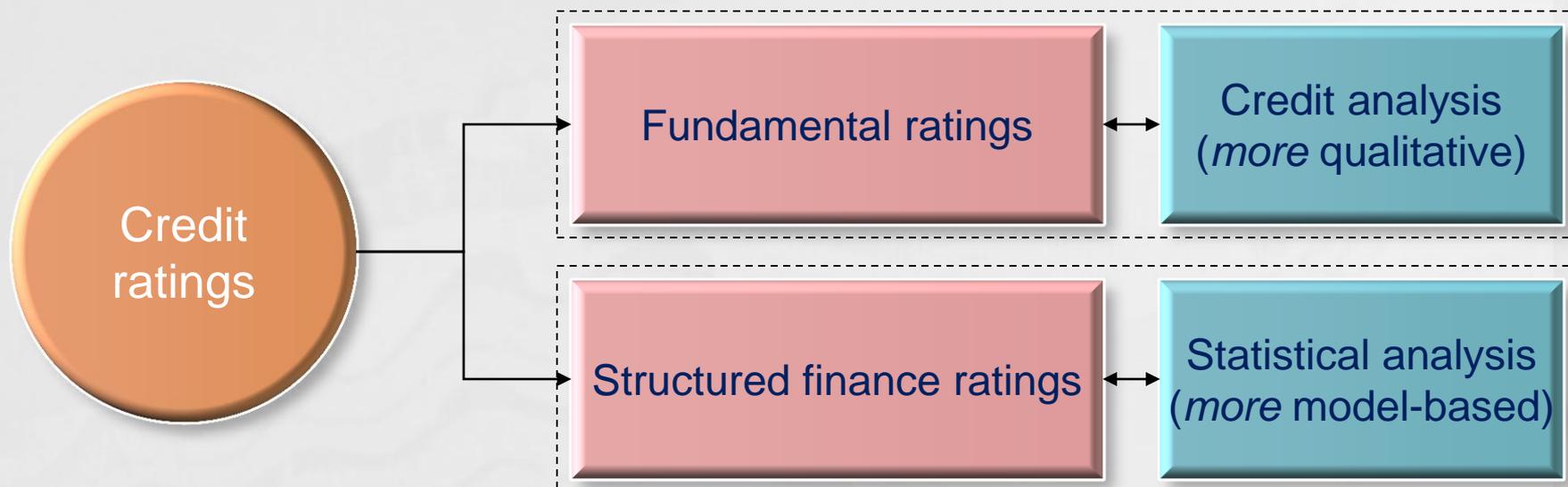


Les qualités d'une agence

- ✓ INDEPENDANCE
- ✓ PROFESSIONNALISME
- ✓ PERTINENCE
- ✓ REACTIVITE
- ✓ TRANSPARENCE
- ✓ RIGUEUR
- ✓ CREDIBILITE
- ✓ EXPERIENCE



WARA: une analyse fondamentale





Ce que les ratings sont...

- **Les ratings sont des opinions**, issues d'une analyse fondamentale, quant à la qualité de crédit relative d'un émetteur ou d'une émission exprimée sous la forme d'un système de symboles.
- **La qualité de crédit** constitue la capacité et la volonté d'un émetteur d'honorer l'ensemble de ses obligations financières en temps et en heure.
- **L'analyse fondamentale** renvoie aux facteurs structurels de la solidité financière d'une contrepartie, y compris la surveillance de la performance financière de long terme, les capacités managériales, les avantages comparatifs etc. Nous donnons peu de poids aux facteurs conjoncturels et à la volatilité des prix de marché.



Les ratings ne sont pas...

- **Une mesure des risques d'investissement hors crédit** (typiquement, les ratings ne disent rien de la valeur des fonds propres): WARA ne fait pas de recherche action.
- **Une mesure des risques de marché**, mais uniquement un *proxy* du risque de défaut.
- **Une recommandations** à l'achat, à la vente ou à la conservation d'un titre.
- **Un jugement quant à la "qualité"** d'une entreprise.
- **Un jugement quant aux progrès** économiques, sociaux ou politiques d'un pays.



Mesure de la qualité de signature

Une agence de notation comme WARA se focalise sur la **dette**, et **mesure la qualité de crédit** d'un émetteur et de ses émissions de dette.

	EN DEVISE LOCALE	EN DEVISE ETRANGERE
LONG TERME	OUI	OUI
COURT TERME	OUI	OUI



Devise étrangère vs. devise locale

■ Notation en devise étrangère

- Reflète le risque de contrepartie inhérent à un émetteur dans une devise autre que celle de l'émetteur en question.
- Ce rating est contraint par le risque de moratoire sur les paiements en devises, autrement dit par les risques de non-transfert et de convertibilité.

■ Notation en devise locale/régionale

- N'est pas contrainte par les risques de non-transfert et de convertibilité.
- Reflètent les risques de contrepartie liés aux dynamiques du marché domestique, le plus souvent le marché de référence de l'émetteur.



Perte Attendue

La Perte Attendue (PA) est une fonction de la **Probabilité de Défaut** (PD) et de la **Sévérité des Pertes** (ou Perte Sachant Défaut, PSD):

$$\begin{aligned} & \text{Perte Attendue (PA)} \\ & = \\ & \text{Probabilité de Défaut (PD)} \\ & \times \\ & \text{Perte Sachant Défaut (PSD)} \end{aligned}$$

Probabilité de mobiliser, dans le futur, suffisamment de cash flows pour couvrir les paiements et obligations.

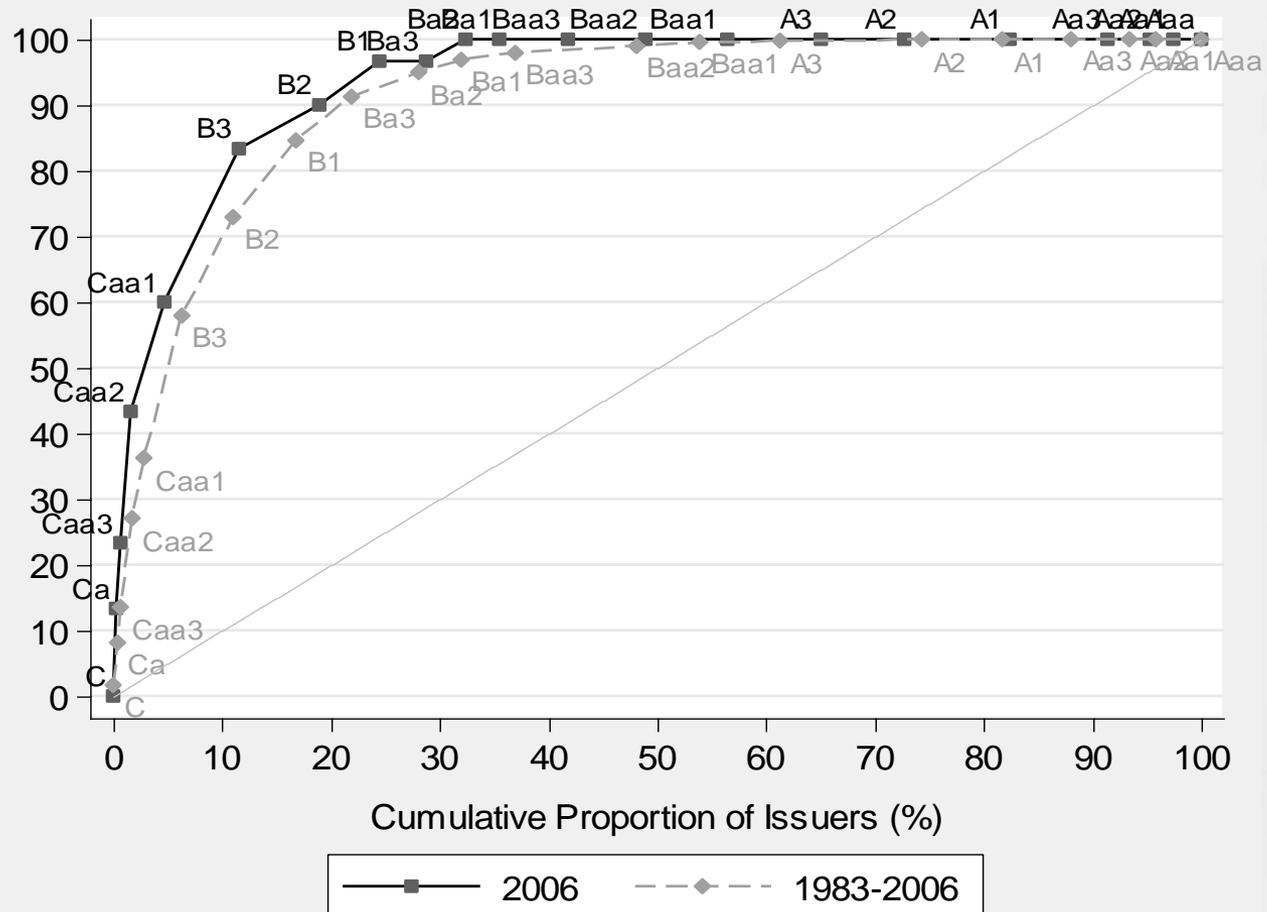


Rappel et synthèse

- **Rating**: opinion quant à la qualité de crédit *relative*, issue d'une *analyse fondamentale* et exprimée par un système de *symboles ordinaux*
- **Qualité de crédit**: capacité et volonté d'honorer ses obligation en temps et en heure
 - Notre définition est celle de la *Perte Attendue (PA)*
- **Analyse fondamentale**:
 - *Une évaluation indépendante* du risque de crédit
 - Une composante *quantitative*: analyse financière
 - Une composante *qualitative*: facteurs clés de succès, avantages comparatifs, environnement, profondeur managériale etc.



Les ratings sont-ils pertinents?





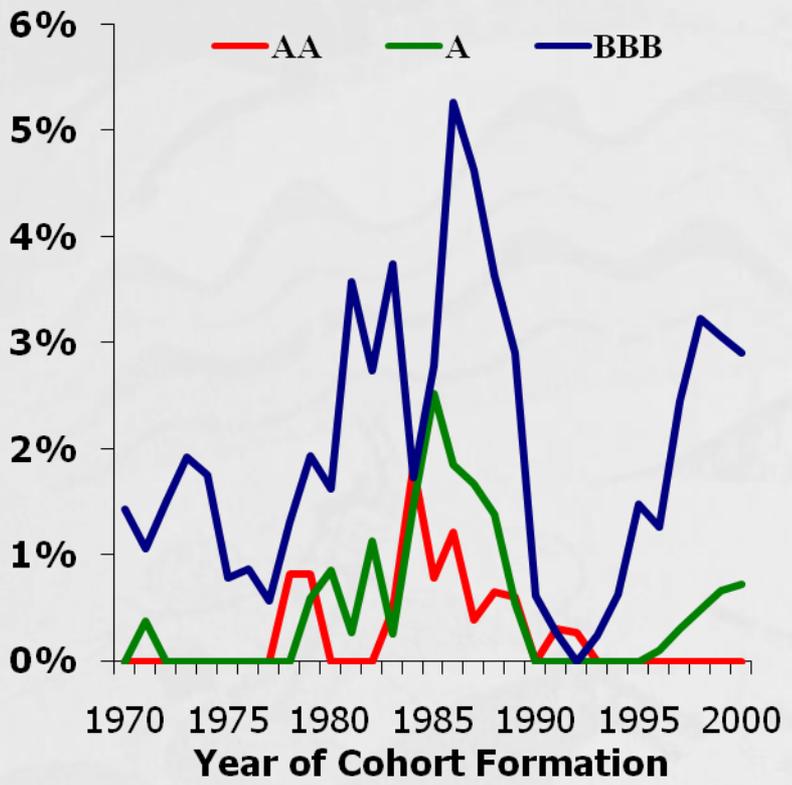
Ordinalité et non-cyclicité

- **Les ratings sont une mesure d'abord ordinale** (relative) du risque de crédit (de défaut)... mais contiennent aussi par construction un élément de cardinalité: ils peuvent faire l'objet d'une quantification des probabilité de défaut dans le long terme, mais ce n'est pas leur objet principal.
- **Les ratings sont peu sensibles aux cycles:** nous n'abaissions pas les notes en masse en phase de récession; nous n'augmentons pas les notes à mesure que nous nous approchons de la maturité des obligations. Nous recherchons un maximum de stabilité des ratings, i.e. un minimum de volatilité des notes.

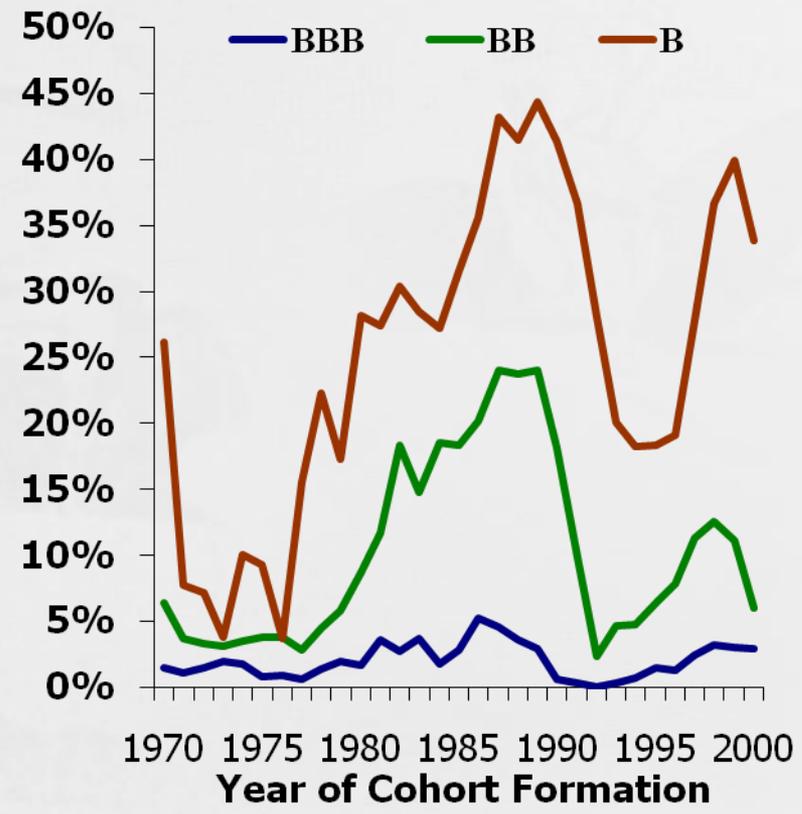


Taux de défaut cumulés à 5 ans

Cohortes AA, A et BBB



Cohortes B, BB et BBB





Matrice de transition

- Les **matrices de transition** résument les changements de notes sur un horizon de temps donné.
- Dans le calcul des matrices de transition, WARA traitera les changements de notes, les retraits de notes et les défauts comme des états mutuellement exclusifs.
- WARA en général ne retirera pas des notes en raison de la détérioration de la qualité de crédit. Les ratings sont retirés en raison de la maturité des dettes.
- Les ratings peuvent aussi être retirés à la demande des émetteurs, dont les besoins évoluent.



Exemple de matrice de transition

1970-2005

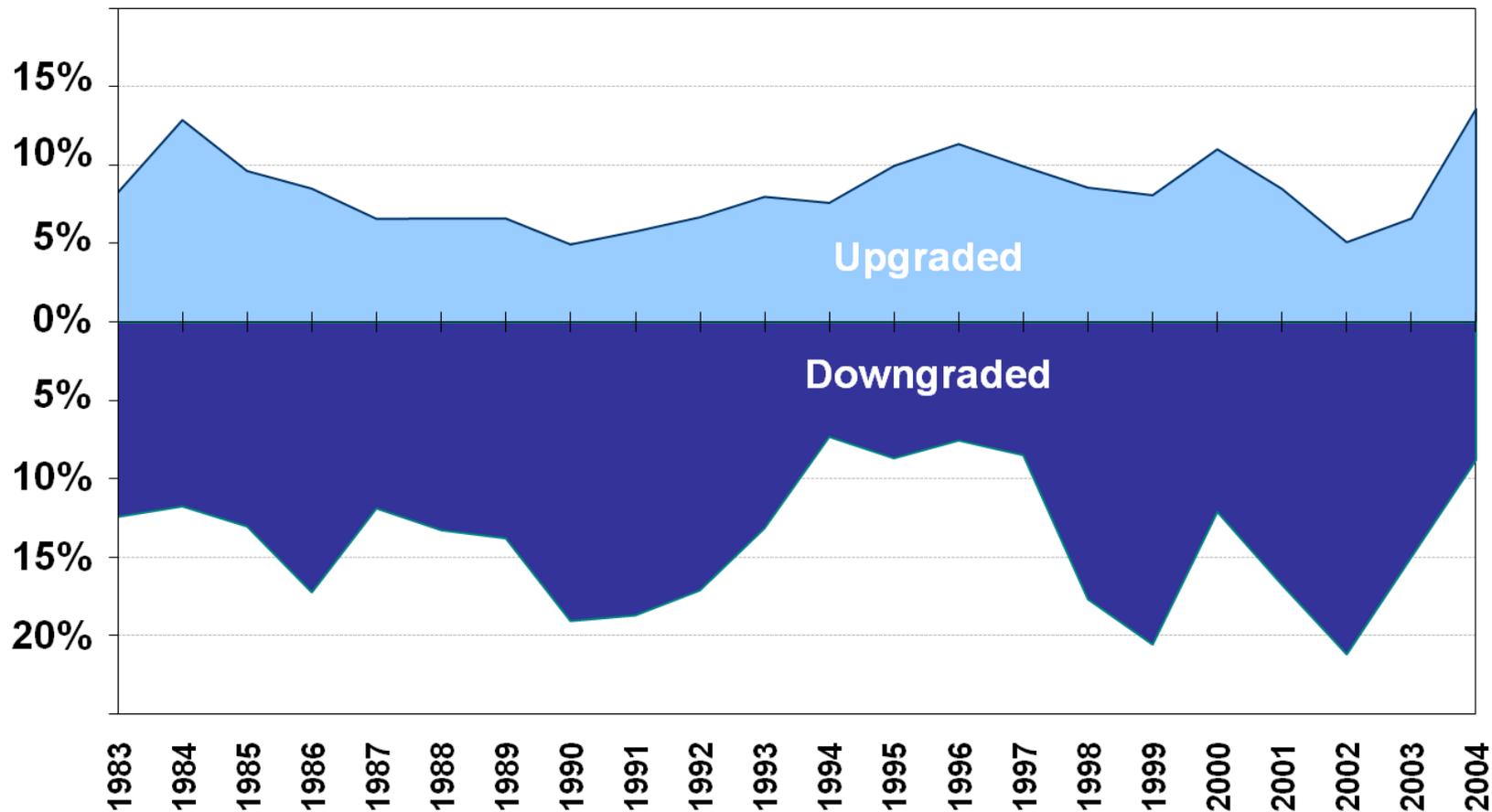
A:

De:

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Défaut	RR
AAA	89.90%	6.72%	0.54%	0.19%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	2.63%
AA	1.04%	87.89%	6.92%	0.27%	0.05%	0.02%	0.00%	0.01%	3.81%
A	0.06%	2.57%	88.12%	4.95%	0.52%	0.10%	0.02%	0.02%	3.64%
BBB	0.05%	0.21%	4.92%	84.72%	4.44%	0.79%	0.25%	0.18%	4.46%
BB	0.01%	0.06%	0.48%	5.65%	76.68%	7.61%	0.62%	1.18%	7.72%
B	0.01%	0.05%	0.17%	0.41%	5.55%	74.54%	5.44%	5.37%	8.46%
CCC	0.00%	0.04%	0.04%	0.20%	0.74%	7.17%	60.65%	19.52%	11.66%



Taux de changements de notes





Le défaut: quelle définition?

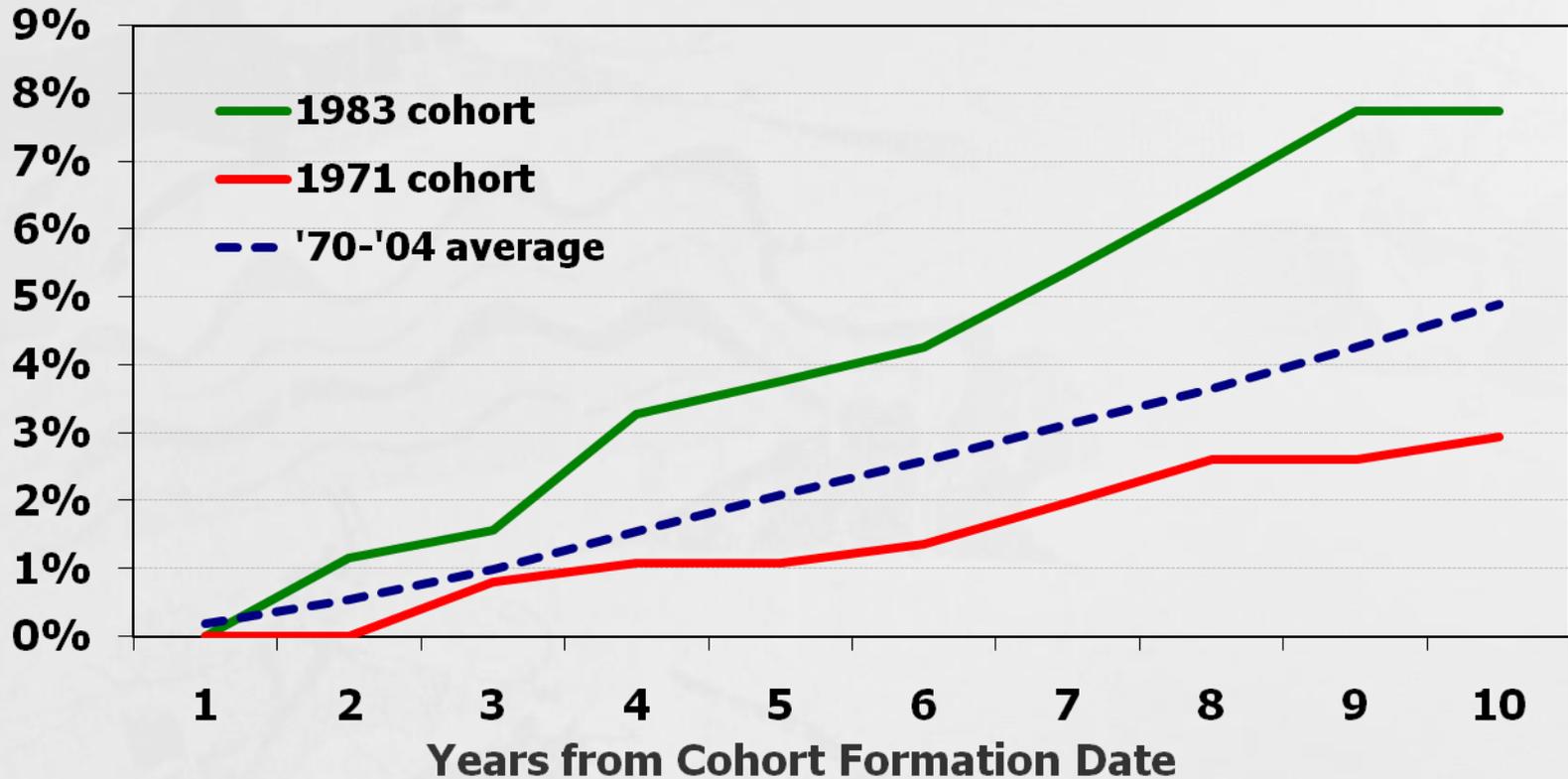
La notion de défaut de paiement

WARA identifie des événements de crédit à l'aune de sa propre définition des situations de défaut, de manière à rester en phase avec le comportement du marché obligataire. La définition que WARA donne des situations de défaut est finalement assez proche des définitions contractuellement reconnues et des pratiques de marché, mais peut aussi en diverger de manière significative. Cette définition inclut :

- (i) tous les délais de paiement, ou le non-paiement, de coupons d'intérêt ou de principal, y compris les paiements manqués pendant une éventuelle période de grâce;
- (ii) la banqueroute, la faillite, le redressement administratif ou judiciaire, ou tout autre type de moratoire (sans doute orchestré par les autorités de régulation) quant au paiement, en temps et en heure, des coupons d'intérêt ou du principal; ou
- (iii) des situations d'échange déprécié, y compris les cas où: (a) l'émetteur offre aux créanciers un nouveau titre ou bien une nouvelle combinaison de titres représentant une obligation financière future de moindre valeur (comme des actions de préférence ou des actions ordinaires, ou bien une obligation à laquelle sont attachés des coupons ou un principal de moindre valeur, ou bien caractérisée par une moindre séniorité ou une maturité plus longue); (b) l'échange apparaît comme un moyen, explicite ou implicite, d'aider l'emprunteur à éviter le défaut technique de paiement.

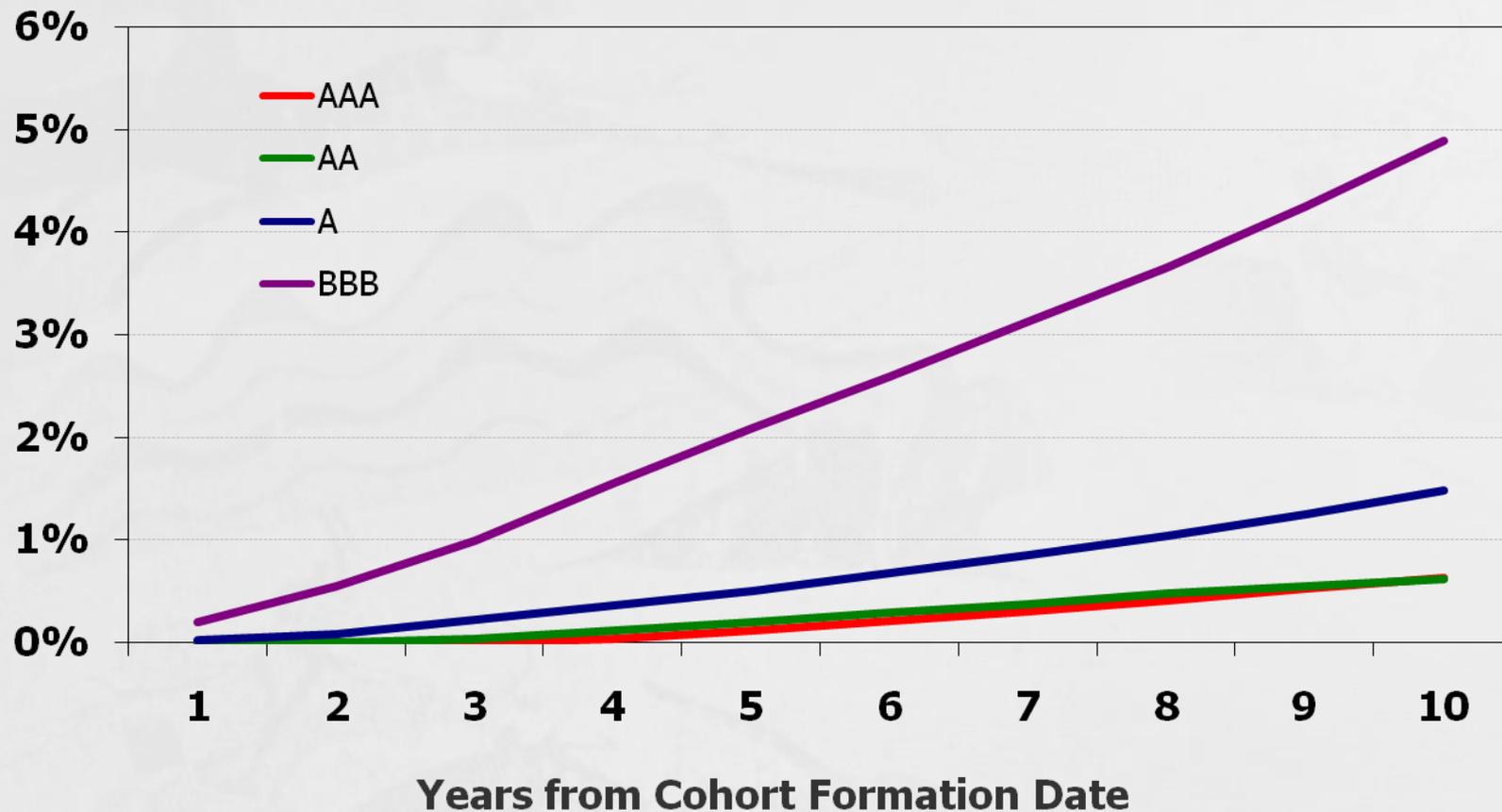


Taux de défauts cumulés BBB



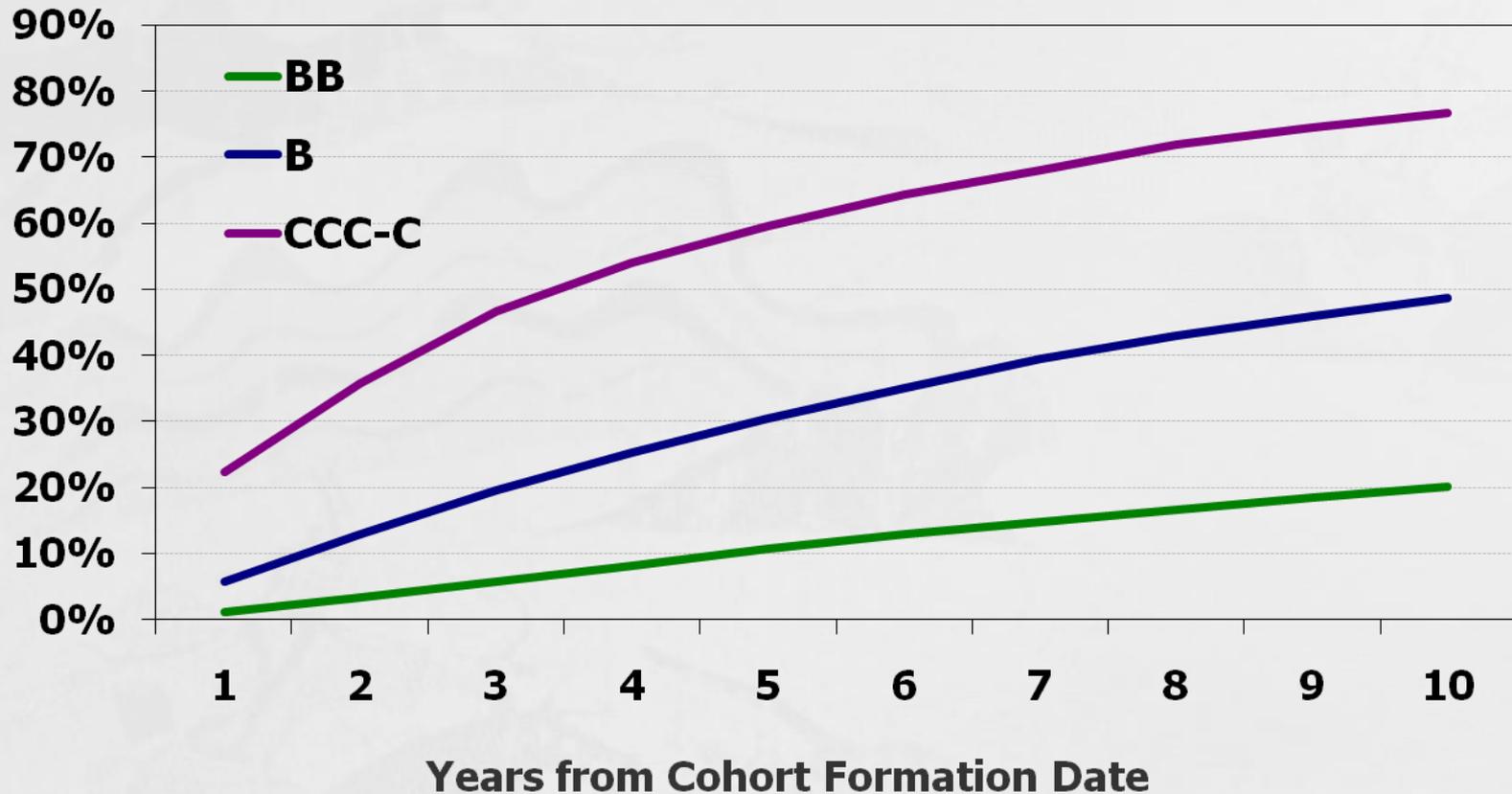


Taux de défauts cumulés BBB-AAA





Taux de défauts cumulés C-BB





Sévérité des Pertes (PSD)

- Aspect important de la décision d'investissement
- Une composante importante de nos ratings et de notre pratique dite de “*notching*”
 - ✓ Cela consiste à distribuer les **Pertes Sachant Défaut** (PSD) le long du continuum de refinancement, des fonds propres aux dettes les plus senior
- Il y a deux manières de mesurer la **Sévérité des Pertes** (i.e. $\{1 - \text{le taux de recouvrement}\}$):
 - ✓ La valeur résiduelle du portefeuille d'actifs en situation de liquidation distribuable aux créanciers en fonction de leurs rangs respectifs
 - ✓ Les prix d'actifs/titres en défaut 30 jours après la constatation de ce défaut

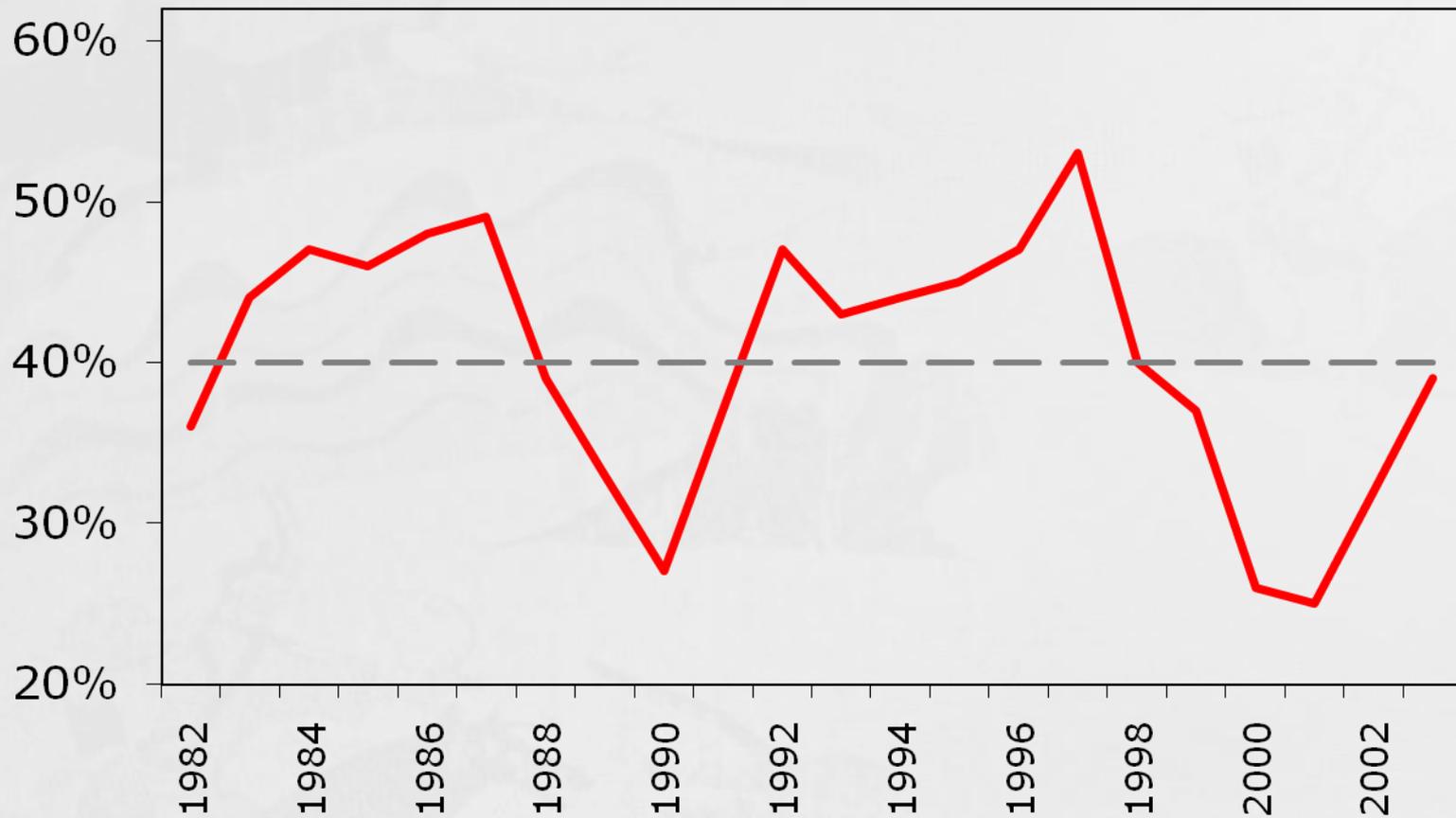


Déterminants de la PSD

- Position relative dans le continuum de priorité en cas de liquidation
- Part dans la structure du capital, donc pouvoir de négociation
- Qualité du collatéral/des garanties
- Position de la firme dans son secteur, et position relative du secteur dans le cycle
- Position dans le cycle de crédit et dans le cycle économique

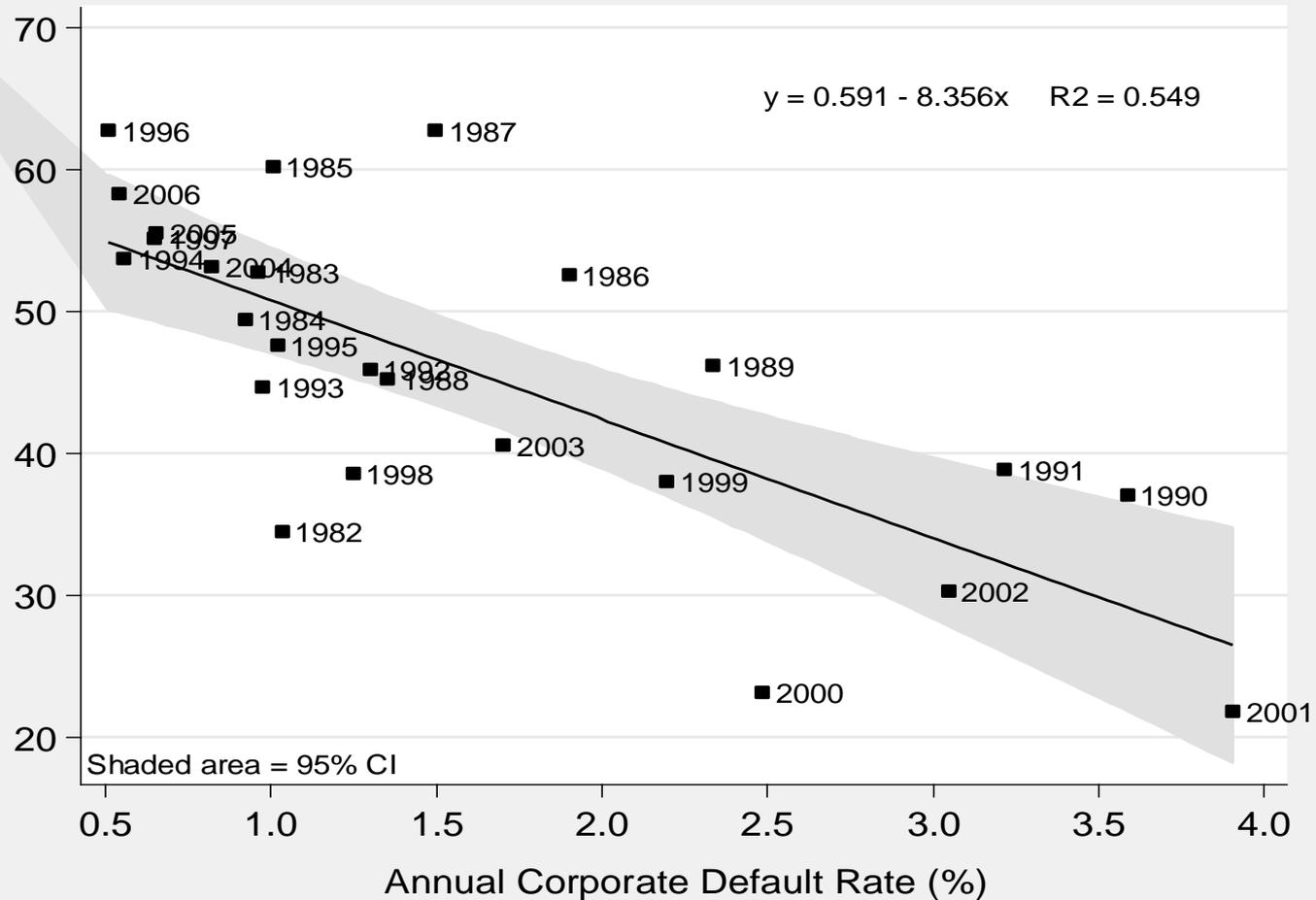


Recouvrement et cycle





Recouvrement et défaut





Recouvrement et rangs de priorité

Lien Position	Mean	Median	St. Dev.	N
Bank Loans	65.6	70.4	23.9	370
Sr. Secured	57.4	55.3	14.3	251
Sr. Unsecured	44.9	45.2	11.2	1,207
Sr. Subordinated	39.1	43.5	11.4	478
Subordinated	32.0	33.4	10.5	485
Jr. Subordinated	28.9	23.7	18.9	22
All Bonds	42.2	43.1	8.7	2,443
Preferred Stock	15.3	9.3	17.7	79



Tableau des pertes attendues cumulées idéalisées

	1	2	3	4	5
AAA	0.0000%	0.0001%	0.0004%	0.0010%	0.0016%
AA+	0.0003%	0.0017%	0.0055%	0.0116%	0.0171%
AA	0.0007%	0.0044%	0.0143%	0.0259%	0.0374%
AA-	0.0017%	0.0105%	0.0325%	0.0556%	0.0781%
A+	0.0032%	0.0204%	0.0644%	0.1040%	0.1436%
A	0.0060%	0.0385%	0.1221%	0.1898%	0.2569%
A-	0.0214%	0.0825%	0.1980%	0.2970%	0.4015%
BBB+	0.0495%	0.1540%	0.3080%	0.4565%	0.6050%
BBB	0.0935%	0.2585%	0.4565%	0.6600%	0.8690%
BBB-	0.2310%	0.5775%	0.9405%	1.3090%	1.6775%
BB+	0.4785%	1.1110%	1.7215%	2.3100%	2.9040%
BB	0.8580%	1.9085%	2.8490%	3.7400%	4.6255%
BB-	1.5455%	3.0305%	4.3285%	5.3845%	6.5230%



Quelle utilité des ratings?

La perspective de l'émetteur	La perspective de l'investisseur
<ul style="list-style-type: none">■ Transparence■ Discipline■ Benchmark■ Communication■ Tarifification■ Diversification du refinancement■ Signal	<ul style="list-style-type: none">■ Comparabilité■ Liquidité■ Pertinence = objectivité + indépendance■ Tarifification■ Surveillance déléguée■ <i>Upside</i> des migrations de notes à la hausse



Ce que nous offrons, ce que nous n'offrons pas...

- Nous ne fournissons aucun conseil de structuration
- Nous ne fournissons aucun conseil juridique
- Nous ne commercialisons pas de titres financiers
- Nous ne faisons pas de valorisation
- Nous ne fournissons aucune recommandation

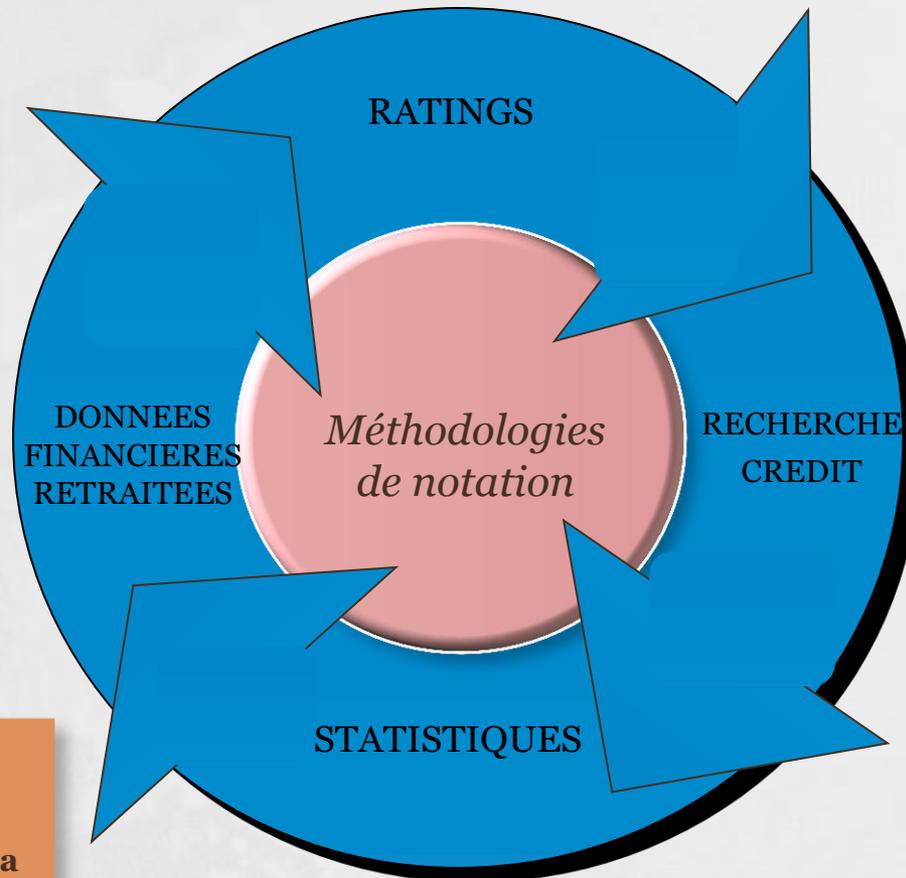
Mais...

- Nous quantifions l'épaisseur des tranches de titrisation
- Nous exigeons des avis juridiques quand c'est nécessaire
- Nous répondons volontiers aux questions des investisseurs
- Nous publions des tables de correspondance ratings-spreads
- Nous publions des rapports de notation contenant la liste des facteurs de risque



Ce que les investisseurs préfèrent

- **Financial Metrics**



- **Rating Methodologies**
- **Company Research**
- **Industry Research**
- **Special Comments**

- **Ratings Stats**
- **Financial Metrics**
- **Ratings and Default data**



Troisième section

3

L'offre de notation de WARA:
échelle, plafonds, processus,
champ



Echelles de notation de WARA

Échelle régionale	Échelle internationale
AAA	iBBB
	iBBB-
AA+	iBB+
	iBB
AA	
AA-	
A+	iBB-
A	
A-	
BBB+	iB+
BBB	
BBB-	iB
BB+	
BB	
BB-	iB-
B+	
B	iCCC+
B-	
CCC+	iCCC
CCC	
CCC-	iCC/iC
CC	iD
C	
D	

- L'échelle de notation de West African Rating Agency (**WARA**) est par construction une **échelle de notation régionale**. Cela signifie que WARA, *par défaut*, note toutes les catégories de dette (y compris les obligations) des émetteurs de la zone UEMOA libellées en monnaie régionale, c'est-à-dire en franc CFA.
- WARA ne s'interdit pas d'assigner des notations aux émissions et autres passifs (à l'exclusion des fonds propres) libellés en devises étrangères (notamment les euro-obligations), mais dans ce cas, les notations assignées feront explicitement référence à son **échelle de notation internationale**, en utilisant le préfixe « **i** ».
- Les **notations non sollicitées** sont précédées du préfixe « **ns.** »



Définitions

Echelle régionale long terme	Définitions
AAA	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie AAA disposent de la qualité de crédit la plus élevée , et donc d'un risque de crédit minimal
AA+ AA AA-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie AA disposent d'une qualité de crédit élevée , et donc d'un risque de crédit très faible
A+ A A-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie A disposent d'une qualité de crédit moyenne à élevée , et donc d'un risque de crédit faible
BBB+ BBB BBB-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie BBB disposent d'une qualité de crédit moyenne , et que leur risque de crédit présente quelques caractéristiques de nature spéculative
BB+ BB BB-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie BB disposent d'une qualité de crédit médiocre , et donc d'un risque de crédit significatif
B+ B B-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie B disposent d'une qualité de crédit faible , et donc d'un risque de crédit élevé
CCC+ CCC CCC-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie CCC disposent d'une qualité de crédit très faible , et donc d'un risque de crédit très élevé
CC C	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans les catégories CC et C disposent d'une qualité de crédit très hautement spéculative , et en situation de défaut imminent
D	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie D sont en situation de défaut manifeste



Table de correspondance LT/CT

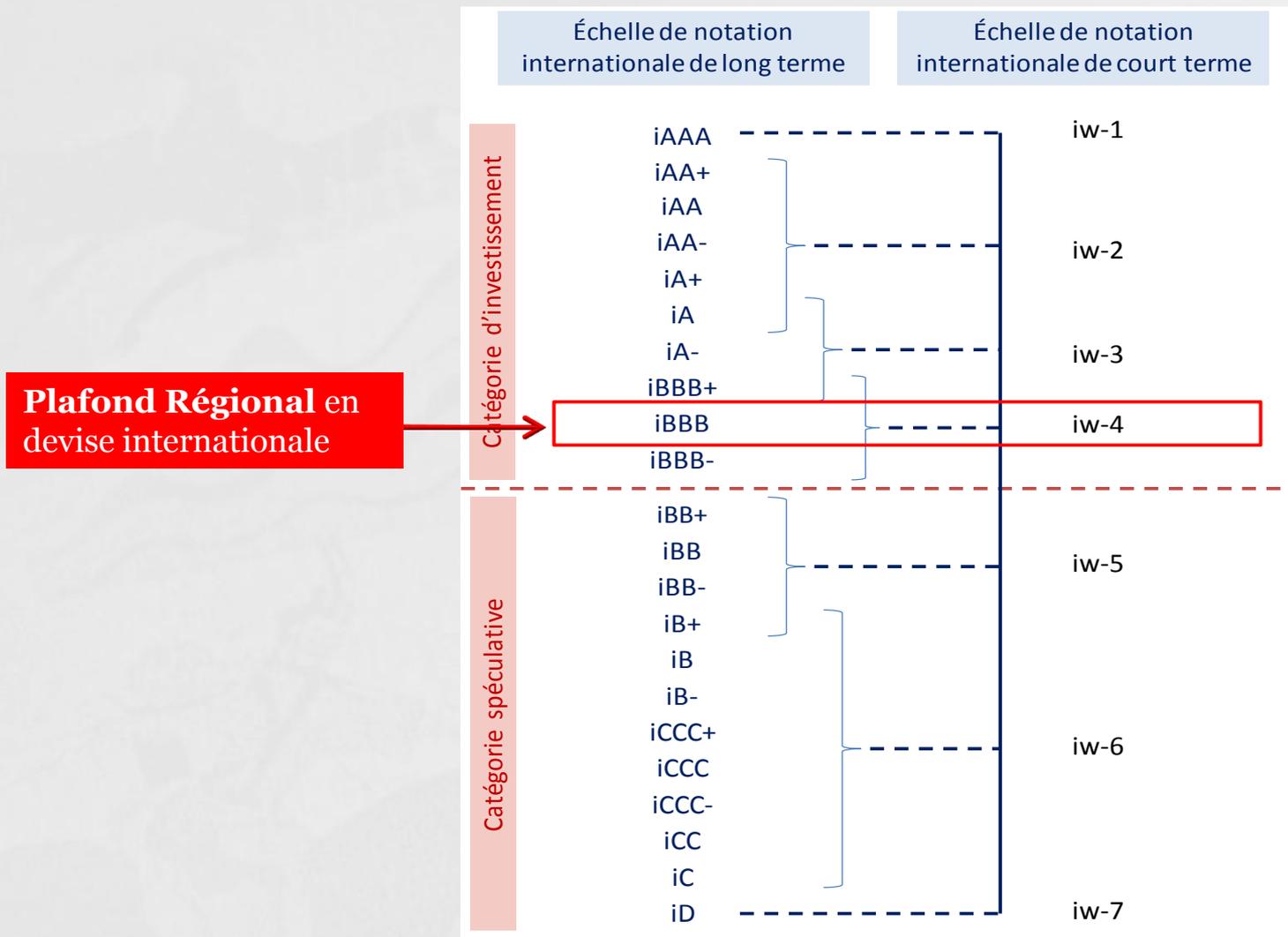
Echelle régionale

	Échelle de notation régionale de long terme	Échelle de notation régionale de court terme
Catégorie d'investissement	AAA	w-1
	AA+	w-2
	AA	
	AA-	w-3
	A+	
	A	w-4
	A-	
	BBB+	w-5
BBB	w-6	
BBB-		
Catégorie spéculative	BB+	w-5
	BB	
	BB-	w-6
	B+	
	B	w-7
	B-	
	CCC+	w-6
	CCC	
CCC-	w-7	
CC		
C	w-7	
D		



Table de correspondance LT/CT

Echelle internationale





Perspectives

- Les ratings de long terme de WARA, dont l'horizon est généralement à 3 ans, sont accompagnés d'une **perspective**.
- La perspective indique la direction de la notation sur un horizon de 18 mois.
- Cette direction peut être « **Positive** » si la tendance de la notation à moyen terme est à la hausse ; « **Négative** » si la tendance de la notation est à la baisse ; ou « **Stable** » si WARA estime que la notation ne devrait pas changer au cours des 18 mois qui suivent le dernier **Comité de Notation**.
- Par conséquent, toutes les notes de WARA prendront la forme suivante : {notation de long terme/Perspective/notation de court terme}.
- *Par exemple*, une entreprise pourra recevoir la notation sur échelle régionale suivante : « **BBB/Stable/w-4** ».



Les plafonds nationaux

- En outre, WARA définira des **plafonds nationaux**, pour chacun des pays de la zone UEMOA.
- **Ces plafonds représenteront les ratings maximaux que pourront recevoir les émetteurs non souverains dans un pays donné de la zone.**
- **Les plafonds nationaux ne seront pas équivalents aux notations souveraines**, mais seront supérieurs ou égaux aux notations souveraines.
- Ces plafonds reflèteront le fait que, dans des secteurs économiques critiques (comme par exemple l'énergie) ou systémiquement très sensibles (comme par exemple les banques de dépôts), les émetteurs de ces secteurs peuvent, en fonction de leur importance relative, ne pas faire défaut quand bien même l'Etat lui-même serait en situation de défaut de paiement.



Détermination du plafond national

- Le **Plafond National** (PN) dans un pays donné est le rating maximal qu'une entité sub-souveraine pourrait obtenir dans ce pays.
- Ce plafond est, tout comme les Facteurs de Soutien Externe Systémiques applicables aux Banques, dépendant de la **propension d'un Etat à soutenir les acteurs économiques nationaux** stratégiquement ou systématiquement importants.

Propension au Support	Plafond National
Elevée	$PN = NS + 2 \text{ crans}$
Moyenne	$PN = NS + 1 \text{ cran}$
Faible	$PN = NS + 0 \text{ cran}$

NS: Notation Souveraine



Propension au support: définition

- **La Propension au Support** des autorités nationales est une fonction de leur **capacité** à soutenir les Banques locales en difficultés, et de leur **volonté** de le faire.
- Au regard de ces deux critères, WARA estime le degré d'intensité de cette Propension au Support selon trois niveaux : **Elevé, Moyen ou Faible**.
- Pour chaque pays, la capacité et la volonté de soutenir les entités en difficulté sont évaluées par WARA. Pour mener à bien cette évaluation, les Analystes de WARA utilisent les définitions suivantes de ces deux critères :

Critères de PS	Définitions
Capacité à soutenir les Banques en difficulté	La capacité des autorités nationales à soutenir les Banques locales en difficulté dépend de leur situation budgétaire, de leurs marges de manœuvre réglementaires, des montants de passifs contingents en cas de crise systémique et de cristallisation des pertes bancaires, ainsi que de la flexibilité financière des autorités.
Volonté de soutenir les Banques en difficulté	La volonté des autorités nationales de soutenir les Banques locales en difficulté dépend du caractère plus ou moins centralisé de la prise de décision publique, de l'attitude plus ou moins interventionniste et proactive des autorités publiques vis-à-vis du secteur bancaire, de l'implication directe du secteur public dans les Banques (notamment en tant qu'actionnaire) et de la tradition, de l'histoire et du bilan d'intervention des autorités dans les crises passées.

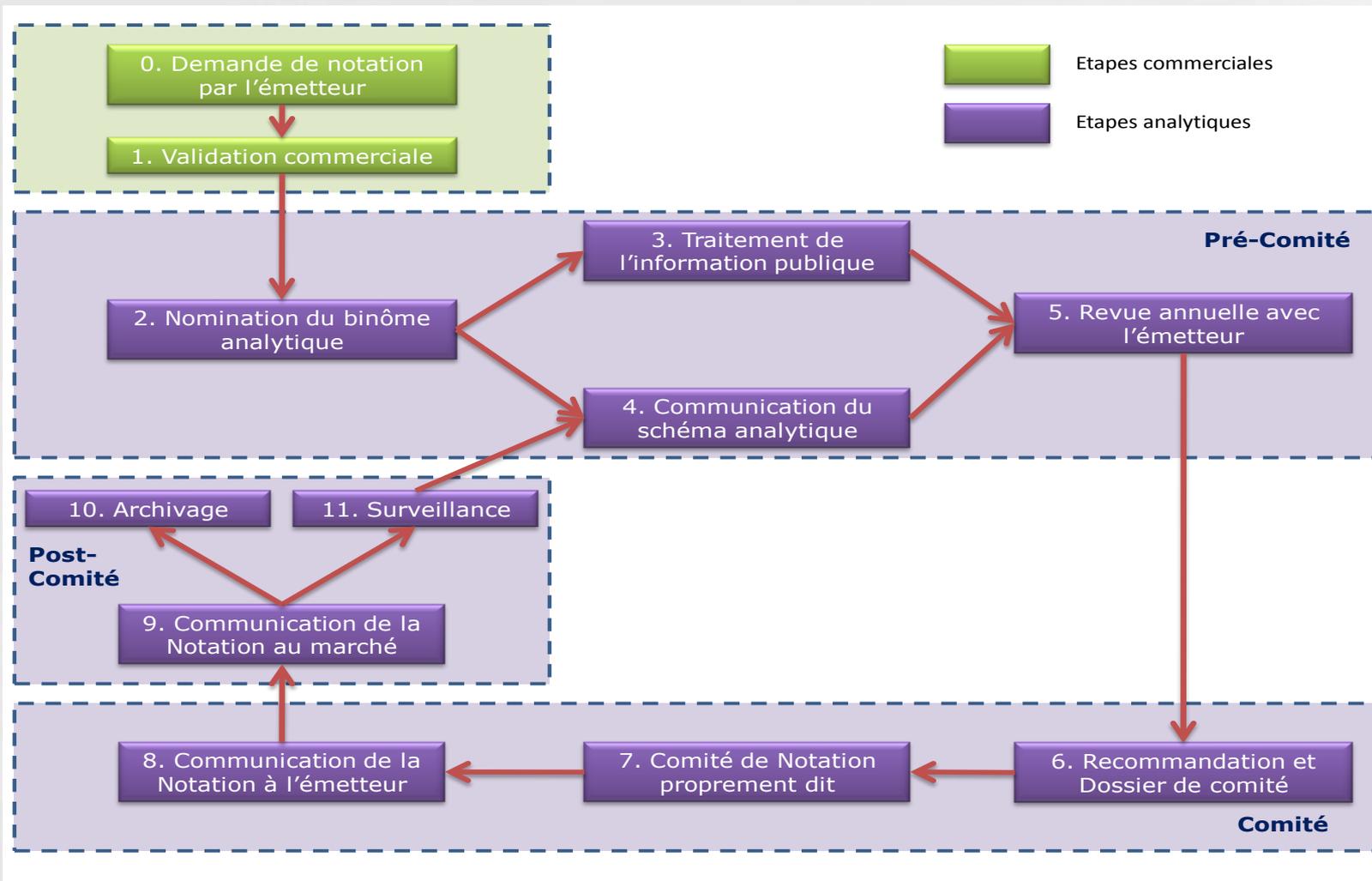


Propension au support: cartographie





Processus de notation: résumé





Champ des Notations de WARA

Types de notation	Classes d'émetteurs et d'émissions	Offre de WARA
Fondamentale	Banques	✓
	Compagnies d'assurance	✓
	Entreprises industrielles	✓
	Souverains	✓
	Collectivités locales	✓
	Financement de projets	
Financements structurés	Transactions de titrisation	
	Obligations sécurisées	✓
Hors-crédit	Qualité de gestion	
	Volatilité	
	Performance	
	Liquidité	



Quatrième section



La méthodologie WARA de notation des **Banques**



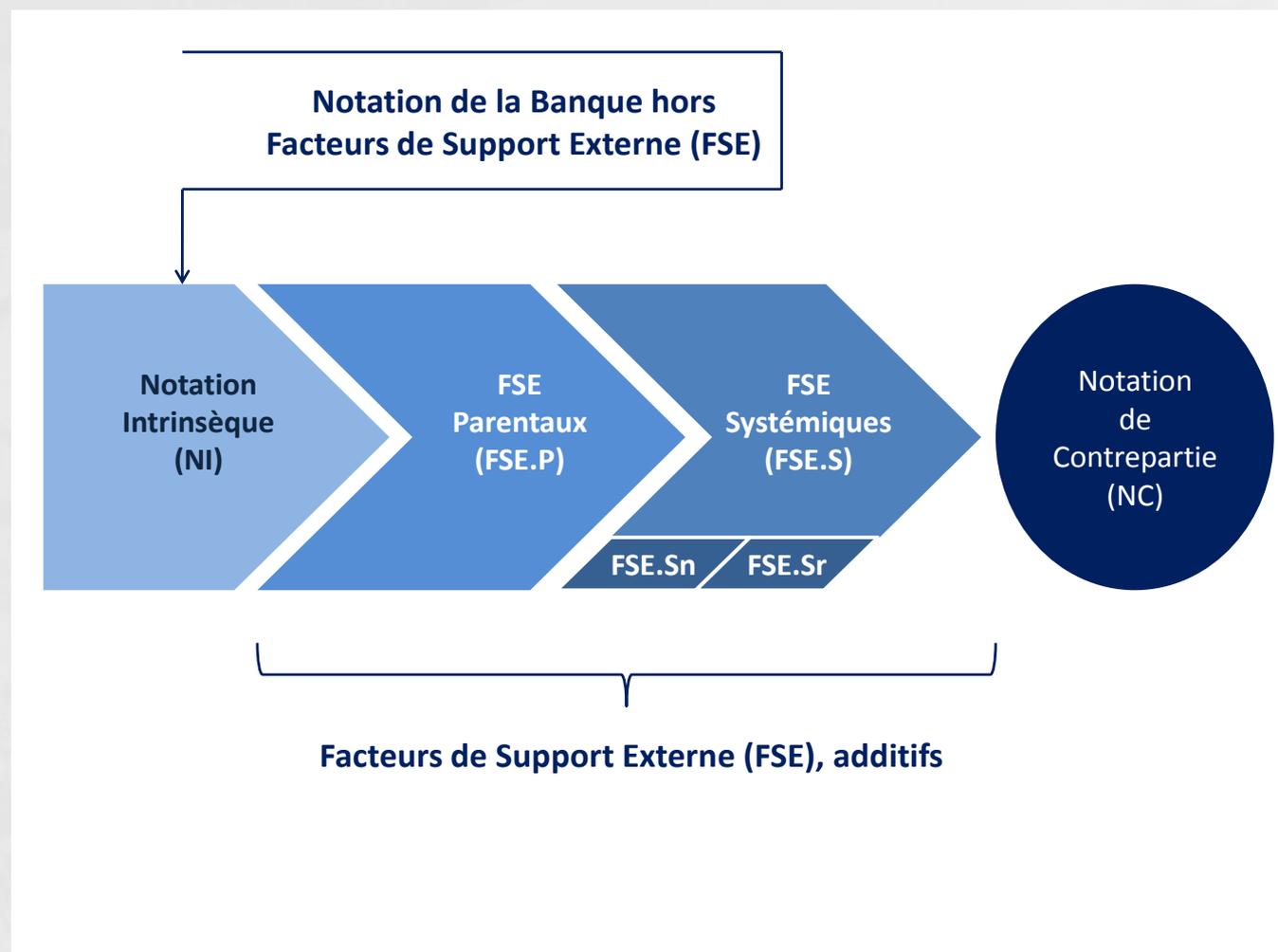
Une approche séquentielle

- La méthodologie de notation des Banques repose sur une **approche séquentielle**.
- Cette analyse en séquences conditionne la **Notation de Contrepartie (NC)** *de long terme* de la Banque, et repose sur deux piliers :
 - ✓ la **Notation Intrinsèque (NI)** de la Banque ; et
 - ✓ les **Facteurs de Support Externe (FSE)**.
- Ces FSE sont cumulatifs des FSE « **Parentaux** » (FSE.P) et « **Systémiques** » (FSE.S).
- Enfin, les FSE.S sont composés des FSE Systémiques « **nationaux** » (FSE.Sn) et « **régionaux** » (FSE.Sr)
- En résumé, WARA adopte l'approche suivante :

$$NC = NI + FSE = NI + (FSE.P + FSE.S) = NI + [FSE.P + (FSE.Sn + FSE.Sr)]$$



Graphiquement...





Notation Intrinsèque

- WARA a choisi de faire reposer la NI des Banques (NI.B) sur **9 Facteurs de Notation Intrinsèque des Banques (FNI.B)**, répartis dans 3 catégories :
 - (i) les FNI.B **Environnementaux** ;
 - (ii) les FNI.B **Qualitatifs** ; et
 - (iii) les FNI.B **Financiers**.
- Chaque FNI.B (de FNI.B1 à FNI.B9) fait l'objet d'un **Score** (S_n , $n=1$ à 9) et d'une **Pondération** (W_n , $n=1$ à 9).
- Les Scores relatifs à chacun des 9 FNI.B seront déterminés par le **Comité de Notation** sur une échelle de 1 à 6, où 1 représente le score le plus élevé, tandis que 6 représente le score le plus faible.
- La NI.B est la somme pondérée des 9 Scores, selon la formalisation suivante :

$$NI.B = \sum_{n=1}^9 W_n \times S_n \text{ +/- ajustement}$$



Les Facteurs de Notation Intrinsèque des Banques

FNI.B	Catégories	Nature des facteurs de risque	Acronymes	Pondérations (catégories)	Pondérations Wn (par FNI.B)	Scores	Scores pondérés
FNI.B1	FNI.B Environnementaux	Environnement macroéconomique	EM	20%	8%	S1	W1xS1
FNI.B2		Environnement opérationnel	EO		7%	S2	W2xS2
FNI.B3		Environnement réglementaire	ER		5%	S3	W3xS3
FNI.B4	FNI.B Qualitatifs	Positionnement stratégique	PS	50%	15%	S4	W4xS4
FNI.B5		Gouvernance et gestion des risques	GR		20%	S5	W5xS5
FNI.B6		Qualité des actifs	QA		15%	S6	W6xS6
FNI.B7	FNI.B Financiers	Rentabilité	RE	30%	10%	S7	W7xS7
FNI.B8		Liquidité	LQ		10%	S8	W8xS8
FNI.B9		Capitalisation	CA		10%	S9	W9xS9
						Score pondéré total	$\sum W_n \times S_n$
						Ajustement	$\pm 20\%$
						Score pondéré total ajusté	$\sum W_n \times S_n \pm 20\%$

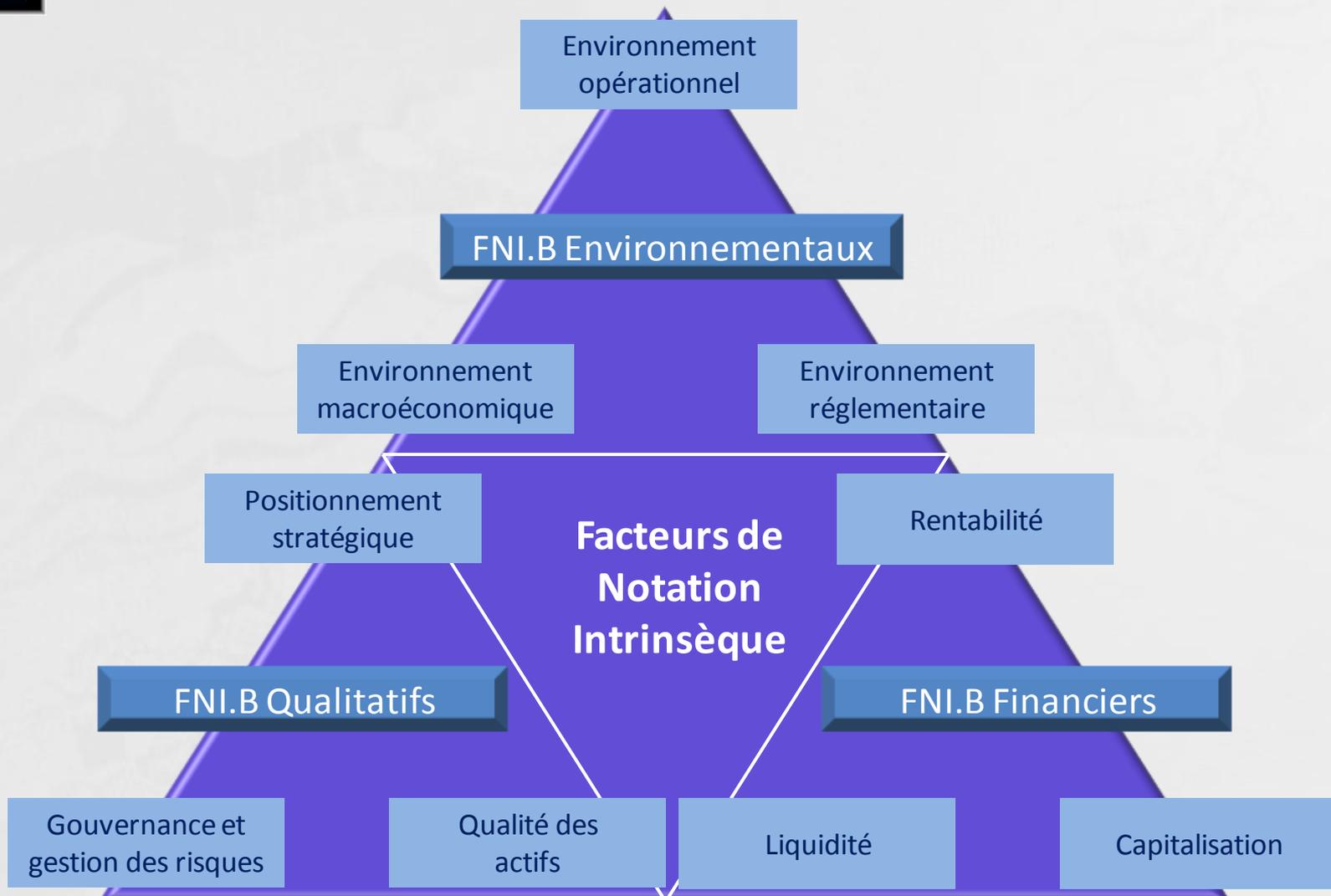


Table de correspondance SPTA-NI.B

SPTA		NI
De:	A:	
1.00	1.24	AAA
1.25	1.49	AA+
1.50	1.74	AA
1.75	1.99	AA-
2.00	2.24	A+
2.25	2.49	A
2.50	2.74	A-
2.75	2.99	BBB+
3.00	3.24	BBB
3.25	3.49	BBB-
3.50	3.74	BB+
3.75	3.99	BB
4.00	4.24	BB-
4.25	4.49	B+
4.50	4.74	B
4.75	4.99	B-
5.00	5.24	CCC+
5.25	5.49	CCC
5.50	5.74	CCC-
5.75	5.99	CC/C



Pyramide « Banque » de WARA





FNI.B1 : Environnement macroéconomique

Facteur environnemental

- Pondéré à **8%** de la NI, le facteur EM, à l'instar de certains autres facteurs environnementaux, est **commun** à toutes les entités notées par WARA dans un même pays, y compris les Banques.
- Ce facteur capture **les opportunités et contraintes du cadre macro-économique** pour les Banques
- Il inclut la volatilité de la création de valeur ajoutée dans un pays donné, sa diversification et sa soutenabilité à long terme.
- Le facteur d'environnement macroéconomique mesure aussi la qualité des politiques économiques, conjoncturelles et structurelles, pour les Banques.
- Enfin, ce facteur tend à identifier la population bancarisable dans un pays donné, y compris les particuliers et les entreprises, ainsi que son degré d'utilisation des services financiers.

EM mesure les risques économiques pesant sur le secteur bancaire d'un pays dans son ensemble.



FNI.B2 : Environnement opérationnel

Facteur environnemental

- Le deuxième facteur environnemental, EO, traite des **éléments opérationnels d'ordre structurel** dont les Banques doivent tenir compte dans la conduite de leurs opérations financières.
- Ce facteur, pondéré à **7%**, inclut une mesure de la gouvernance du système économique dans son ensemble, et du secteur bancaire en particulier, la disponibilité de personnels hautement qualifiés et formés dans le secteur financier, le niveau d'équipement technologique des Banques et la qualité des infrastructures (notamment de télé-communication).
- Ce facteur intègre aussi le degré de granularité de l'information commerciale en provenance des marchés ciblés par les Banques et la pertinence des outils de gestion traditionnellement utilisées par les institutions financières dans un pays.

EO mesure les risques opérationnels pesant sur le secteur bancaire d'un pays dans son ensemble.



FNI.B3 : Environnement réglementaire

Facteur environnemental

- Le troisième facteur environnemental, ER, mesure la qualité de la réglementation et de la supervision bancaires dans un pays donné.
- La **réglementation** constitue l'ensemble des règles et normes applicables par la communauté bancaire dans un pays donné.
- La **supervision** quant à elle représente les moyens (humains, logistiques, technologiques) que se donne le régulateur, dans un pays donné, pour s'assurer de la bonne application de la réglementation bancaire.
- WARA porte une opinion sur chacune de ces deux dimensions. La volatilité des normes, leur caractère plus ou moins conservateur, leur exhaustivité, la cohérence dans leur articulation, la rigueur dans leur mise en application sont autant de critères à l'aune desquels WARA formera son opinion et assignera un score à ce facteur pondéré à hauteur de **5%**.

ER mesure les risques réglementaires pesant le secteur bancaire d'un pays dans son ensemble.



FNI.B4 : Positionnement stratégique

Facteur qualitatif

- Pondéré à **15%**, le Positionnement stratégique fait partie des 6 facteurs (de FNI.B4 à FNI.B9) qui sont **spécifiques** à la Banque notée, et non pas relatifs à son environnement, comme les facteurs FNI.B1 à FNI.B3).
- WARA entend par positionnement stratégique la **nature** de l'institution financière, son degré de spécialisation ou a contrario de **diversification opérationnelle**, et bien sûr sa **taille** (dont la meilleure approximation est la part de marché).
- Une Banque, comme n'importe quelle entreprise commerciale, doit maximiser ses rendements en fonction de ses **avantages comparatifs**, eux-mêmes à la source de ses **stratégies de différenciation** (en prix, en qualité ou en temps).
- Enfin, ce facteur inclut aussi les effets de **diversification géographique**, qui permettent d'atténuer les risques inhérents aux stratégies mono-marché.

PS mesure les risques d'obsolescence stratégique pesant sur une institution financière de manière idiosyncrasique.



FNI.B5 : Gouvernance et gestion des risques

Facteur qualitatif

- C'est le facteur individuel le plus fortement pondéré, à **20%**. En effet, WARA part de la notion théorique et du constat empirique que les Banques ne sont rien d'autre que **des machines à gérer des risques** financiers et extra-financiers.
- Ce sont en particulier des vecteurs de **transformation** des caractéristiques des flux d'argent qui transitent par ses comptes. Par conséquent, WARA adopte une approche descendante (« *top down* ») pour la capture des mécanismes de pilotage de ces risques.
- L'Analyse commence au niveau du Conseil d'Administration, par le biais du concept de « **gouvernance** ». La nature, qualité et pertinence des instruments de gouvernance sont mesurées par les Analystes de WARA. Ensuite, la « **gestion des risques** » (qui est une notion relative au Management) est passée au crible de l'analyse et fait aussi l'objet d'un score. Enfin, les « **contrôles** », une activité qui relève d'une responsabilité opérationnelle, sont documentés, analysés puis eux-aussi scorés.

GR mesure la qualité et la pertinence des procédures et instruments de définition, identification, quantification et assomption/réduction des risques dans une Banque.



FNI.B6 : Qualité des actifs

Facteur qualitatif

- WARA considère que la qualité des actifs est essentiellement **un facteur de nature qualitative**. En effet, WARA n'aborde pas la qualité des actifs par le prisme déformant des taux de créances douteuses et litigieuses, des taux de provisionnement et du coût du risque, qui peuvent faire l'objet d'une très profonde disparité réglementaire, sans compter un traitement comptable caractérisé par une dissimilitude extrême.
- En outre, il peut exister dans les portefeuilles des Banques des réserves cachées ou au contraire des provisions cachées que les seules statistiques ne peuvent que très mal capturer. Par conséquent, WARA tend à **mesurer la performance qualitative des portefeuilles de crédit, d'investissement et de participation** des Banques, en tenant compte tant des statistiques de défaut, de pertes et de provisionnement, que du comportement économique des différentes composantes du bilan à travers le cycle.
- En outre, WARA mesurera **le degré de concentration sectorielle et par contreparties des portefeuilles** de créances et de titres des Banques notées.

QA mesure les risques de pertes inhérents à une Banque au regard de la nature, de la concentration et du profil des classes d'actifs qu'elle porte à son bilan.



FNI.B7 : Rentabilité

Facteur quantitatif

- WARA part du concept théorique et du constat empirique **qu'une Banque ne peut pas être à la fois très rentable, très liquide et très bien capitalisée**, sauf à se prévaloir d'un statut de monopole à même de tarifier la clientèle au-delà de son prix d'équilibre concurrentiel. La concurrence bancaire forcera les institutions financières à maximiser deux des trois sommets du « *triangle impossible* ».
- Au premier rang de ces trois facteurs assez largement exclusifs, la **rentabilité** est le facteur le plus immédiatement susceptible d'être appréhendé, puisque c'est une source importante de risque pour les Banques. Des rendements insuffisants aujourd'hui sont une liquidité détériorée demain et des fonds propres affaiblis après-demain.
- La rentabilité est capturée par deux séries de ratios : (i) les **ratios de rendements nets des actifs**, lesquels intègrent le rendement brut des portefeuilles d'actifs, et duquel sont déduits le coût du refinancement et le coût du risque ; et (ii) **l'efficacité opérationnelle**, c'est-à-dire la gestion des charges opérationnelles comme ponction sur les rendements nets de l'activité bancaire.

RE mesure les risques d'insuffisance de rendements, soit par compression des marges, soit par inflation du coût du risque, soit par manque d'efficacité opérationnelle.



FNI.B8 : Liquidité

Facteur quantitatif

- Outre l'insuffisance de rendement, la **liquidité** est l'autre raison majeure pour laquelle les Banques ont tendance à faire défaut.
- La liquidité est un concept polysémique : **WARA identifie les notions de liquidité d'actifs, d'écoulement de passifs et de gestion actifs-passifs (ALM)**.
- Par conséquent, le calibrage de la section « liquidité » de la Carte des Scores reprend ces trois éléments constitutifs de la liquidité bancaire : la primauté est donnée à la **liquidité des actifs** ; en outre, WARA combine dans un même score la question du **refinancement** et de **la gestion du bilan**, comme solutions que la Banque exploite afin de faire face à ses besoins de liquidité et compte tenu des « tombées » d'actifs.

LQ mesure la qualité et la pertinence des mesures, mécanismes et instruments de gestion du risque de transformation inhérent au bilan des Banques.



FNI.B9 : Capitalisation

Facteur quantitatif

- Finalement, les **fonds propres** des Banques constituent une forme de résultante, de synthèse que le régulateur capture par le biais de **ratios d'adéquation en fonds propres**.
- WARA utilise cette information réglementaire pour mesurer la tendance inhérente au rythme de croissance des **actifs pondérés par les risques**.
- En outre, WARA adopte aussi une mesure plus conservatrice et plus « brute » du **levier financier**, en rapportant les fonds propres à la taille comptable des portefeuilles de la Banque.
- Ainsi, au regard de ces deux prismes, WARA estime que les fonds propres seront correctement capturés dans l'analyse bancaire.

CA mesure le risque d'insolvabilité des Banques, soit par excès de levier financier, soit en raison d'une croissance excessive des actifs réglementairement pondérés.



La Carte des Scores

- Tous ces **9 FNI.B** sont répertoriés et reportés dans la **Carte des Scores** de WARA reproduite sur le tableau suivant.
- Les **pondérations** par catégories de score, par scores et par éléments constitutifs de chaque score sont mentionnés explicitement.
- Les analystes de WARA doivent proposer des scores dans les cases vertes, lesquels seront ensuite débattus en **Comité de Notation** et feront l'objet d'un vote par ce même Comité

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE		Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX		20%	0	0
FNI.B1 Environnement macroéconomique	EM	8%	0	0
<i>Maturité</i>		2%		0
<i>Volatilité</i>		2%		0
<i>Diversité</i>		2%		0
<i>Soutenabilité</i>		2%		0
FNI.B2 Environnement opérationnel	EO	7%	0	0
<i>Gouvernance systémique</i>		3%		0
<i>Infrastructure</i>		2%		0
<i>Information</i>		2%		0
FNI.B3 Environnement réglementaire	ER	5%	0	0
<i>Réglementation</i>		3%		0
<i>Supervision</i>		2%		0
FACTEURS QUALITATIFS		50%	0	0
FNI.B4 Positionnement stratégique	PS	15%	0	0
<i>Parts de marché</i>		6%		0
<i>Diversification opérationnelle</i>		5%		0
<i>Diversification géographique</i>		4%		0
FNI.B5 Gouvernance et gestion des risques	GR	20%	0	0
<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		7%		0
<i>Gestion des risques</i>		7%		0
<i>Contrôles</i>		6%		0
FNI.B6 Qualité des actifs	QA	15%	0	0
<i>Performance qualitative des portefeuilles</i>		5%		0
<i>Concentration sectorielle</i>		5%		0
<i>Concentration des contreparties</i>		5%		0
FACTEURS FINANCIERS		30%	0	0
FNI.B7 Rentabilité	RE	10%	0	0
<i>Rendement net des actifs</i>		6%		0
<i>Efficacité opérationnelle</i>		4%		0
FNI.B8 Liquidité	LQ	10%	0	0
<i>Liquidité des actifs</i>		5%		0
<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%		0
FNI.B9 Capitalisation	CA	10%	0	0
<i>Levier financier</i>		4%		0
<i>Capital réglementaire</i>		6%		0
SCORE PONDÉRÉ TOTAL			0	0
AJUSTEMENT				
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ			0	0
NOTATION INTRINSÈQUE				



Les Facteurs de Support Externe (FSE)

Support Externe Parental:

$$NIA = NI.B + FSE.P$$

NIA: *Notation Intrinsèque Ajustée*

FSE.P: *Facteurs de Support Externe Parentaux*

Support Externe Systémique:

$$NC = NIA + FSE.S = NIA + (FSE.Sn + FSE.Sr)$$

NC: *Notation de Contrepartie*

FSE.S: *Facteurs de Support Externe Systémiques*

FSE.Sn: *Facteurs de Support Externe Systémiques **nationaux***

FSE.Sr: *Facteurs de Support Externe Systémiques **régionaux***



Importance stratégique de la Banque

Degré d'importance stratégique	Définitions	Support parental maximum	Plafond pour la NIA_F	Exceptions au plafond pour la NIA_F
Elevé	La filiale est une composante essentielle de la stratégie du parent. Le degré d'intégration opérationnelle entre la filiale et le parent est élevé. La filiale représente une part élevée des revenus du parent.	+ 3 crans	NI_p	$NI_F > NI_p$
Moyen	La filiale est une composante importante, mais pas essentielle, de la stratégie du parent. Le degré d'intégration opérationnelle entre la filiale et le parent est en général faible. La filiale représente une part significative mais, mais pas élevée, des revenus du parent.	+ 2 crans	NI_p	$NI_F > NI_p$
Faible	La filiale est une composante mineure de la stratégie du parent. Le degré d'intégration opérationnelle entre la filiale et le parent est toujours très faible. La filiale représente une part non significative des revenus du parent.	+ 1 cran	NI_p	$NI_F > NI_p$



Importance systémique nationale de la Banque

Degré d'importance systémique	Définitions
Elevé	Les Banques considérées comme étant caractérisées par un degré élevé d'importance systémique ont typiquement plus de 8% de part de marché en dépôts. Les Banques publiques ainsi que les Banques poursuivant une mission d'intérêt général ou de politique publique, même sans atteindre cette part de marché en dépôts, font aussi partie de cette catégorie
Moyen	Les Banques considérées comme étant caractérisées par un degré moyen d'importance systémique ont typiquement une part de marché en dépôts de plus de 2% et de moins de 8%. Ce sont en général des Banques universelles à capitaux privés, dominées par l'activité de banque commerciale.
Faible	Les Banques considérées comme étant caractérisées par un degré faible d'importance systémique ont typiquement une part de marché en dépôts inférieure à 2%. Ce sont en général des Banques de petite taille dénuées de capitaux publics, ou des Banques de niche, ou des Banques spécialisées ne poursuivant aucun objectif d'intérêt général ou de politique publique.



Matrice de Support Systémique National

(Nombre de crans <i>maximaux</i> de Support Systémique National)		PROPENSION AU SUPPORT		
		Elevée	Moyenne	Faible
IMPORTANCE SYSTEMIQUE DE LA BANQUE	Elevée	+4	+3	+2
	Moyenne	+3	+2	+1
	Faible	+2	+1	+0



Support régional

Importance systémique régionale ?	Part de marché régionale	Notation de Contrepartie selon WARA
OUI	> 5%	NC = NIA + FSE.Sn + 1 cran
NON	< 5%	NC = NIA + FSE.Sn + 0 cran



Critère essentiel: la part de marché régionale



Synthèse: inclusion des éléments de support national & régional

Notation Intrinsèque	NI	
Support parental		
Identité du parent	--	
NI du parent	NIp	
Importance Stratégique	I-Strat	
Facteur de Support Externe - Parental	FSE.P	
Notation Intrinsèque Ajustée	NIA	
Support systémique		
Importance Systémique nationale	I-Syst nat	
Propension au Support	PS	
Facteur de Support Externe - Systémique national	FSE.Sn	
Importance Systémique régionale	I-Syst reg	
Facteur de Support Externe - Systémique régional	FSE.Sr	
Notation de Contrepartie	NC	

Pour référence: Plafond National



Cinquième section

5

La méthodologie WARA de
notation des **Compagnies
d'Assurance**



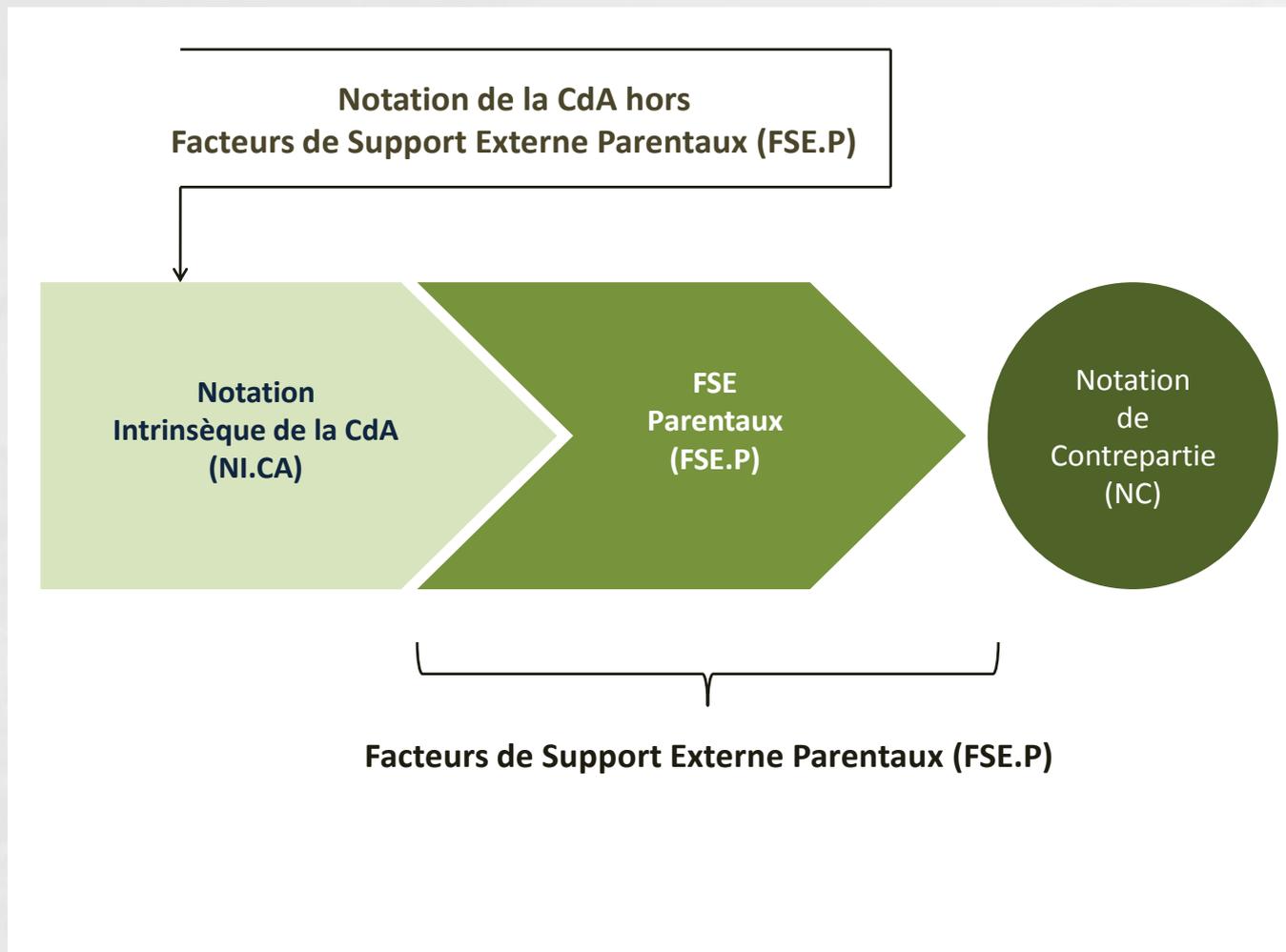
Une approche séquentielle

- La méthodologie de notation des Compagnies d'Assurance (CdA) repose sur une **approche séquentielle**, mais **simplifiée**.
- Cette analyse en séquences conditionne la **Notation de Contrepartie (NC)** *de long terme* de la CdA, et repose sur deux piliers :
 - ✓ la **Notation Intrinsèque (NI)** de la CdA ; et
 - ✓ les **Facteurs de Support Externe (FSE)**.
- Ces FSE ne sont que « **Parentaux** » (FSE.P). WARA n'inclut aucun support systémique pour les Compagnies d'Assurance, ni sur la plan national, ni sur le plan régional.
- En résumé, WARA adopte l'approche suivante :

$$NC = NI.CA + FSE = NI.CA + FSE.P$$



Graphiquement...





Notation Intrinsèque

- WARA a choisi de faire reposer la NI des CdA (NI.CA) sur 9 **Facteurs de Notation Intrinsèque des CdA (FNI.CA)**, répartis dans 3 catégories :
 - (i) les FNI.CA **Environnementaux** ;
 - (ii) les FNI.CA **Qualitatifs** ; et
 - (iii) les FNI.CA **Financiers**.
- Chaque FNI.CA (de FNI.CA1 à FNI.CA9) fait l'objet d'un **Score** (S_n , $n=1$ à 9) et d'une **Pondération** (W_n , $n=1$ à 9).
- Les Scores relatifs à chacun des 9 FNI.CA seront déterminés par le **Comité de Notation** sur une échelle de 1 à 6, où 1 représente le score le plus élevé, tandis que 6 représente le score le plus faible.
- La NI.CA est la somme pondérée des 9 Scores, selon la formalisation suivante :

$$NI.CA = \sum_{n=1}^9 W_n \times S_n \text{ +/- ajustement}$$



Les Facteurs de Notation Intrinsèque des CdA

FNI.CA	Catégories	Nature des facteurs de risque	Acronymes	Pondérations (catégories)	Pondérations Wn (par FNI.CA)	Scores	Scores pondérés
FNI.CA1	FNI.CA Environnementaux	Environnement macroéconomique	EM	20%	9%	S1	W1xS1
FNI.CA2		Environnement opérationnel	EO		7%	S2	W2xS2
FNI.CA3		Environnement réglementaire	ER		4%	S3	W3xS3
FNI.CA4	FNI.CA Qualitatifs	Produits - Distribution - Marque	PM	50%	20%	S4	W4xS4
FNI.CA5		Gouvernance et gestion des risques	GR		20%	S5	W5xS5
FNI.CA6		Qualité des actifs	QA		10%	S6	W6xS6
FNI.CA7	FNI.CA Financiers	Rentabilité	RE	30%	12%	S7	W7xS7
FNI.CA8		Liquidité	LQ		8%	S8	W8xS8
FNI.CA9		Capitalisation et flexibilité financière	CF		10%	S9	W9xS9
						Score pondéré total	$\sum W_n x S_n$
						Ajustement	$\pm 20\%$
						Score pondéré total ajusté	$\sum W_n x S_n \pm 20\%$

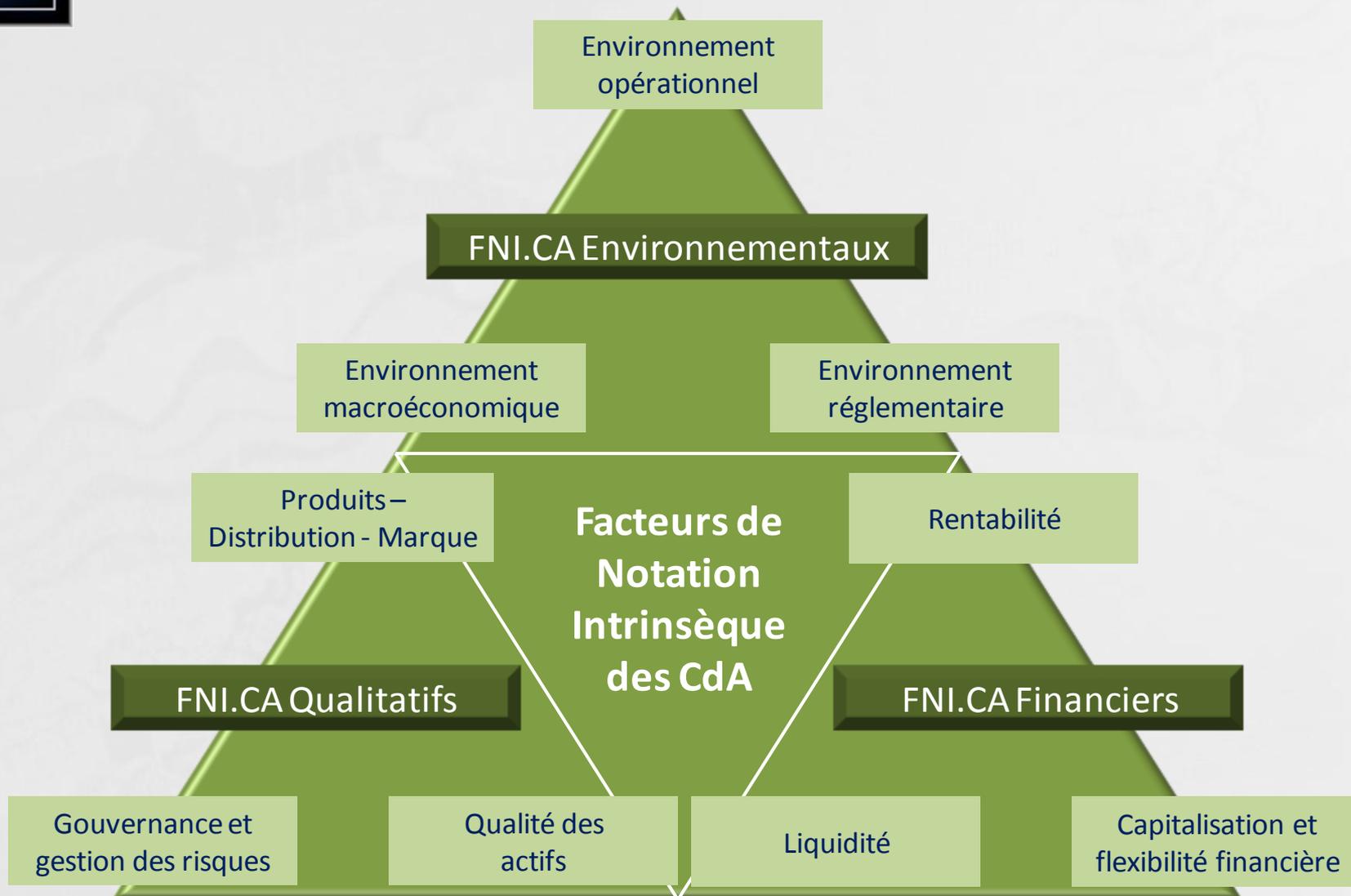


Table de correspondance SPTA-NI.CA

SPTA		NI.CA
De:	A:	
1.00	1.24	AAA
1.25	1.49	AA+
1.50	1.74	AA
1.75	1.99	AA-
2.00	2.24	A+
2.25	2.49	A
2.50	2.74	A-
2.75	2.99	BBB+
3.00	3.24	BBB
3.25	3.49	BBB-
3.50	3.74	BB+
3.75	3.99	BB
4.00	4.24	BB-
4.25	4.49	B+
4.50	4.74	B
4.75	4.99	B-
5.00	5.24	CCC+
5.25	5.49	CCC
5.50	5.74	CCC-
5.75	5.99	CC/C



Pyramide « CdA » de WARA





FNI.CA1 : Environnement macroéconomique

Facteur environnemental

- Pondéré à **9%** de la NI, le facteur EM, à l'instar de certains autres facteurs environnementaux, est **commun** à toutes les entités notées par WARA dans un même pays, y compris les CdA.
- Ce facteur capture **les opportunités et contraintes du cadre macroéconomique pour les CdA**. Il inclut la volatilité de la création de valeur ajoutée dans un pays donné, sa diversification et sa soutenabilité à long terme.
- Le facteur d'environnement macroéconomique mesure aussi la qualité des politiques économiques, conjoncturelles et structurelles, pour les CdA.
- Enfin, ce facteur tend à identifier la population assurée dans un pays donné, y compris les particuliers et les entreprises, ainsi que son degré d'utilisation des services d'assurance (vie et non-vie).

EM mesure les risques économiques pesant sur les Compagnies d'Assurance d'un pays dans son ensemble.



FNI.CA2 : Environnement opérationnel

Facteur environnemental

- Le deuxième facteur environnemental, EO, traite **des éléments opérationnels d'ordre structurel** dont les CdA doivent tenir compte dans la conduite de leurs opérations d'assurance vie et non-vie.
- Ce facteur, pondéré à **7%**, inclut une mesure de la gouvernance du système économique dans son ensemble, et du secteur des assurances en particulier, la disponibilité de personnels hautement qualifiés et formés dans le secteur financier, le niveau d'équipement technologique des CdA et la qualité des infrastructures (notamment de télé-communication).
- Ce facteur mesure aussi le degré de granularité de l'information commerciale en provenance des marchés ciblés par les CdA et la pertinence des outils de gestion traditionnellement utilisées par les institutions financières dans un pays donné

EO mesure les risques opérationnels pesant sur les Compagnies d'Assurance d'un pays dans son ensemble.



FNI.CA3 : Environnement réglementaire

Facteur environnemental

- Le troisième facteur environnemental, ER, mesure la qualité de la réglementation et de la supervision des Cda dans un pays donné.
- La **réglementation** constitue l'ensemble des règles et normes applicables par la communauté des assureurs dans un pays donné.
- La **supervision** quant à elle représente les moyens (humains, logistiques, technologiques) que se donne le régulateur, dans un pays donné, pour s'assurer de la bonne application de la réglementation assurancielle.
- WARA porte une opinion sur chacun de ces deux dimensions. La volatilité des normes, leur caractère plus ou moins conservateur, leur exhaustivité, la cohérence dans leur articulation, la rigueur dans leur mise en application sont autant de critères à l'aune desquels WARA formera son opinion et assignera un score à ce facteur pondéré à hauteur de **4%**.

ER mesure les risques réglementaires pesant les Compagnies d'Assurance d'un pays dans son ensemble.



FNI.CA4 : Produits – Distribution – Marque

Facteur qualitatif

- Pondéré à **20%**, le facteur PM fait partie des 6 facteurs (de FNI.CA4 à FNI.CA9) qui sont **spécifiques** à la CdA notée, et non pas relatifs à son environnement, comme les facteurs FNI.CA1 à FNI.CA3). C'est l'un des facteurs les plus fortement pondérés.
- WARA entend par « Produits – Distribution – Marque » **le positionnement stratégique** de la CdA, son degré de spécialisation ou a contrario de diversification opérationnelle, et bien sûr sa taille (dont la meilleure approximation est la part de marché).
- Une CdA, comme n'importe quelle entreprise commerciale, doit maximiser ses rendements en fonction de ses **avantages comparatifs**, eux-mêmes à la source de ses **stratégies de différenciation** (en prix, en qualité ou en temps).
- Ce facteur inclut la diversité des produits offerts (vie/non-vie), la diversité des clientèles (particuliers/entreprises), les stratégies de distribution (directe/indirecte), ainsi que le degré d'enracinement et de visibilité de la marque.

PM mesure les risques d'obsolescence stratégique pesant sur une institution d'assurance de manière idiosyncrasique.



FNI.CA5 : Gouvernance et gestion des risques

Facteur qualitatif

- Avec PM, GR est le facteur individuel le plus fortement pondéré, à **20%**. En effet, WARA part de la notion théorique et du constat empirique que les CdA, comme les Banques, ne sont rien d'autre que **des machines à gérer des risques, d'abord extra-financiers**, et dans une moindre mesure des risques financiers.
- Ce sont en particulier des vecteurs de mutualisation et de tarification des risques, pour les particuliers autant que pour les entreprises. Par conséquent, WARA adopte une approche descendante (« *top down* ») pour la capture des mécanismes de pilotage de ces risques.
- L'analyse commence au niveau du Conseil d'Administration, par le biais du concept de « **gouvernance** ». La nature, qualité et pertinence des instruments de gouvernance sont mesurées par les analystes de WARA. Ensuite, la « **gestion des risques** » (qui est une notion relative au Management) est passée au crible de l'analyse et fait aussi l'objet d'un score. Enfin, les « **contrôles** », une activité qui relève d'une responsabilité opérationnelle, sont documentés, analysés puis eux-aussi scorés.

GR mesure la qualité et la pertinence des procédures et instruments de définition, identification, quantification et assomption/réduction des risques dans une CdA.



FNI.CA6 : Qualité des actifs

Facteur qualitatif

- Comme pour les Banques, WARA considère que **la qualité des actifs d'une CdA constitue essentiellement un facteur de nature qualitative**. En effet, WARA n'aborde pas la qualité des actifs par le prisme déformant des taux de sinistralité, des taux de provisionnement et du coût du risque, qui peuvent faire l'objet d'une très profonde disparité. Des différences de tarification peuvent dans une large mesure combler des écarts de sinistralité d'une CdA à une autre.
- C'est donc **le couple « sinistralité/rendements »** qui est significatif pour WARA. En outre, il peut exister, dans les portefeuilles des CdA, des réserves cachées ou au contraire des pertes latentes cachées que les seules statistiques ne peuvent que très mal capturer. Par conséquent, WARA tend à mesurer **la performance qualitative des portefeuilles** de risques, y compris les portefeuilles d'investissement
- En outre, WARA mesurera le degré de **concentration** sectorielle, géographique et par contreparties des portefeuilles assuranciers des CdA notées.

QA mesure les risques de pertes inhérents à une CdA au regard de la nature, concentration et profil des classes de risques qu'elle gère sur son bilan.



FNI.CA7 : Rentabilité

Facteur quantitatif

- WARA part du concept théorique et du constat empirique qu'**une CdA ne peut pas être à la fois très rentable, très liquide et très bien capitalisée**, sauf à se prévaloir d'un statut de monopole à même de tarifier la clientèle au-delà de son prix d'équilibre concurrentiel. La concurrence des CdA forcera les institutions d'assurance à maximiser deux des trois sommets du « *triangle impossible* ».
- Au premier rang de ces trois facteurs assez largement exclusifs, la **rentabilité** est le facteur le plus immédiatement susceptible d'être appréhendé, puisque c'est une source importante de risque pour les CdA. Des rendements insuffisants aujourd'hui sont une liquidité détériorée demain et des fonds propres affaiblis après-demain.
- Comme pour les Banques, la rentabilité est capturée par deux séries de ratios : (i) les **ratios de rendements nets des actifs**, lesquels intègrent le rendement brut des portefeuilles de risques et d'actifs, et duquel sont déduits le coût du refinancement et le coût du risque ; et (ii) **l'efficacité opérationnelle**, c'est-à-dire la gestion des charges opérationnelles comme ponction sur les rendements nets de l'activité assurancielle.

RE mesure les risques d'insuffisance de rendements, soit par compression des marges, soit par inflation du coût du risque, soit par manque d'efficacité opérationnelle.



FNI.CA8 : Liquidité

Facteur quantitatif

- Outre l'insuffisance de rendement, la **liquidité** est l'autre raison majeure pour laquelle les CdA ont tendance à faire défaut.
- La liquidité est un concept polysémique : WARA identifie les notions **de liquidité d'actifs, d'écoulement de passifs et de gestion actifs-passifs (ALM)**.
- Par conséquent, le calibrage de la section « liquidité » de la Carte des Scores reprend ces trois éléments constitutifs de la liquidité des CdA : la primauté est donnée à la **liquidité des actifs** ; en outre, WARA combine dans un même score la question du **refinancement** et de la **gestion du bilan**, comme solutions que la CdA exploite afin de faire face à ses besoins de liquidité et compte tenu des « tombées » d'actifs.

LQ mesure la qualité et la pertinence des mesures, mécanismes et instruments de gestion du risque de transformation inhérent au bilan des CdA.



FNI.CA9 : Capital et flexibilité financière

Facteur quantitatif

- Finalement, les **fonds propres et la flexibilité financière** des CdA constituent une forme de résultante, de synthèse que le régulateur capture par le biais de ratios d'adéquation en fonds propres. WARA utilise cette information réglementaire pour mesurer la tendance inhérente au rythme de croissance des sinistres couverts et des actifs risqués.
- En outre, WARA adopte aussi une mesure plus conservatrice et plus « brute » du **levier financier**, en rapportant les fonds propres à la taille comptable des portefeuilles de risques et d'actifs de la CdA. Ainsi, au regard de ces deux prismes, WARA estime que les fonds propres seront correctement capturés.
- En outre, WARA inclut un sous-facteur supplémentaire, à savoir la « **flexibilité financière** ». Ce concept reflète le fait qu'une CdA n'a pas accès aux gisements de dépôts qui font la force de refinancement d'une Banque. Des ratios de couverture des charges d'intérêt par l'EBITDA ou de multiples de dettes par rapport à ce même EBITDA seront utilisés.

CF mesure le risque de passif d'une CdA, soit par excès de levier financier, soit en raison d'une flexibilité financière insuffisante, barrant la route d'un refinancement soutenable pour la CdA.



La Carte des Scores

- Tous ces **9 FNI.CA** sont répertoriés et reportés dans la **Carte des Scores** de WARA reproduite sur le tableau suivant.
- Les **pondérations** par catégories de score, par scores et par éléments constitutifs de chaque score sont mentionnés explicitement.
- Les analystes de WARA doivent proposer des scores dans les cases bleues, lesquels seront ensuite débattus en **Comité de Notation** et feront l'objet d'un vote par ce même Comité

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE DES CDA		Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX		20%	0	0
FNI.CA1	Environnement macroéconomique	EM	9%	0
	<i>Maturité</i>		3%	0
	<i>Volatilité</i>		2%	0
	<i>Diversité</i>		2%	0
	<i>Soutenabilité</i>		2%	0
FNI.CA2	Environnement opérationnel	EO	7%	0
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	0
	<i>Infrastructure</i>		2%	0
	<i>Information</i>		2%	0
FNI.CA3	Environnement réglementaire	ER	4%	0
	<i>Réglementation</i>		2%	0
	<i>Supervision</i>		2%	0
FACTEURS QUALITATIFS		50%	0	0
FNI.CA4	Produits - Distribution - Marque	PM	20%	0
	<i>Diversité des produits</i>		7%	0
	<i>Distribution et parts de marché</i>		7%	0
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		6%	0
FNI.CA5	Gouvernance et gestion des risques	GR	20%	0
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		7%	0
	<i>Gestion des risques</i>		7%	0
	<i>Contrôles</i>		6%	0
FNI.CA6	Qualité des actifs	QA	10%	0
	<i>Performance qualitative des portefeuilles</i>		4%	0
	<i>Concentration sectorielle et géographique</i>		3%	0
	<i>Concentration des contreparties</i>		3%	0
FACTEURS FINANCIERS		30%	0	0
FNI.CA7	Rentabilité	RE	10%	0
	<i>Rendement net des actifs</i>		6%	0
	<i>Efficacité opérationnelle</i>		4%	0
FNI.CA8	Liquidité	LQ	10%	0
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	0
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	0
FNI.CA9	Capitalisation et flexibilité financière	CF	10%	0
	<i>Capitalisation</i>		4%	0
	<i>Flexibilité financière</i>		6%	0
			SCORE PONDÉRÉ TOTAL	0
			AJUSTEMENT	
			SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ	0
			NOTATION INTRINSÈQUE	



Les Facteurs de Support Externe (FSE)

Support Externe Parental:

$$NC = NI.CA + FSE.P$$

NC: *Notation de Contrepartie*

FSE.P: *Facteurs de Support Externe Parentaux*

Support Externe Systémique:

AUCUN



Importance stratégique de la CdA

Degré d'importance stratégique	Définitions	Support parental maximum	Plafond pour la NC_F	Exceptions au plafond pour la NC_F
Elevé	La filiale est une composante essentielle de la stratégie du parent. Le degré d'intégration opérationnelle entre la filiale et le parent est élevé. La filiale représente une part élevée des revenus du parent.	+ 2 crans	NI_P	$NI.CA_F > NI_P$
Moyen	La filiale est une composante importante, mais pas essentielle, de la stratégie du parent. Le degré d'intégration opérationnelle entre la filiale et le parent est en général faible. La filiale représente une part significative mais, mais pas élevée, des revenus du parent.	+ 1 crans	NI_P	$NI.CA_F > NI_P$
Faible	La filiale est une composante mineure de la stratégie du parent. Le degré d'intégration opérationnelle entre la filiale et le parent est toujours très faible. La filiale représente une part non significative des revenus du parent.	+ 0 cran	NI_P	$NI.CA_F > NI_P$



Synthèse: inclusion des éléments de support national & régional

Notation Intrinsèque de la CdA	NI.CA	
Support parental		
Identité du parent	--	
NI du parent	NI _P	
Importance Stratégique	I-Strat	
Facteur de Support Externe - Parental	FSE.P	
Notation de Contrepartie	NC	
Pour référence: Plafond National		



Notation de Clientèle (NCL)

- La Notation de Contrepartie des Compagnies d'Assurance représente l'opinion de WARA quant à la capacité et à la volonté de la CdA d'honorer ses engagements financiers, notamment et surtout le paiement de ses dettes financières. Cela dit, une Compagnie d'Assurance a tout aussi bien contracté d'autres types de passifs, contingents à la survenance de sinistres. Ces passifs contingents sont au demeurant prioritaires dans l'ordre de paiement en cas de défaut de la CdA sur ses dettes financières, ou en cas de liquidation de la CdA.
- Pour refléter la « **séniorité** » des passifs contingents contractés auprès de la clientèle assurée, WARA a développé une notion spécifique aux CdA, à savoir celle de « **Notation de Clientèle** » (NCL) pour distinguer la probabilité de défaut auprès de la clientèle et la perte attendue par la clientèle, de la probabilité de défaut auprès des autres catégories de passifs et la perte attendue par ces autres catégories de passifs.
- Par définition : **NCL > NC**.



Calibrage de la NCL

Par défaut, WARA donne 1 cran de plus pour la NCL à partir de la NC, c'est-à-dire :

$$\mathbf{NCL = NC + 1 \text{ cran}}$$

Si la CdA dispose d'une NI.CA dans la catégorie d'investissement ($NI.CA \geq BBB-$), WARA peut donner un cran supplémentaire pour signifier le caractère relativement plus faible de la perte sachant défaut pour les NI.CA en grades d'investissement, autrement dit :

$$\mathbf{\text{Si } NI.CA \geq BBB- , NC + 1 \text{ cran} \leq NCL \leq NC + 2 \text{ crans}}$$



Sixième section

6

La méthodologie WARA de notation des **Corporates**



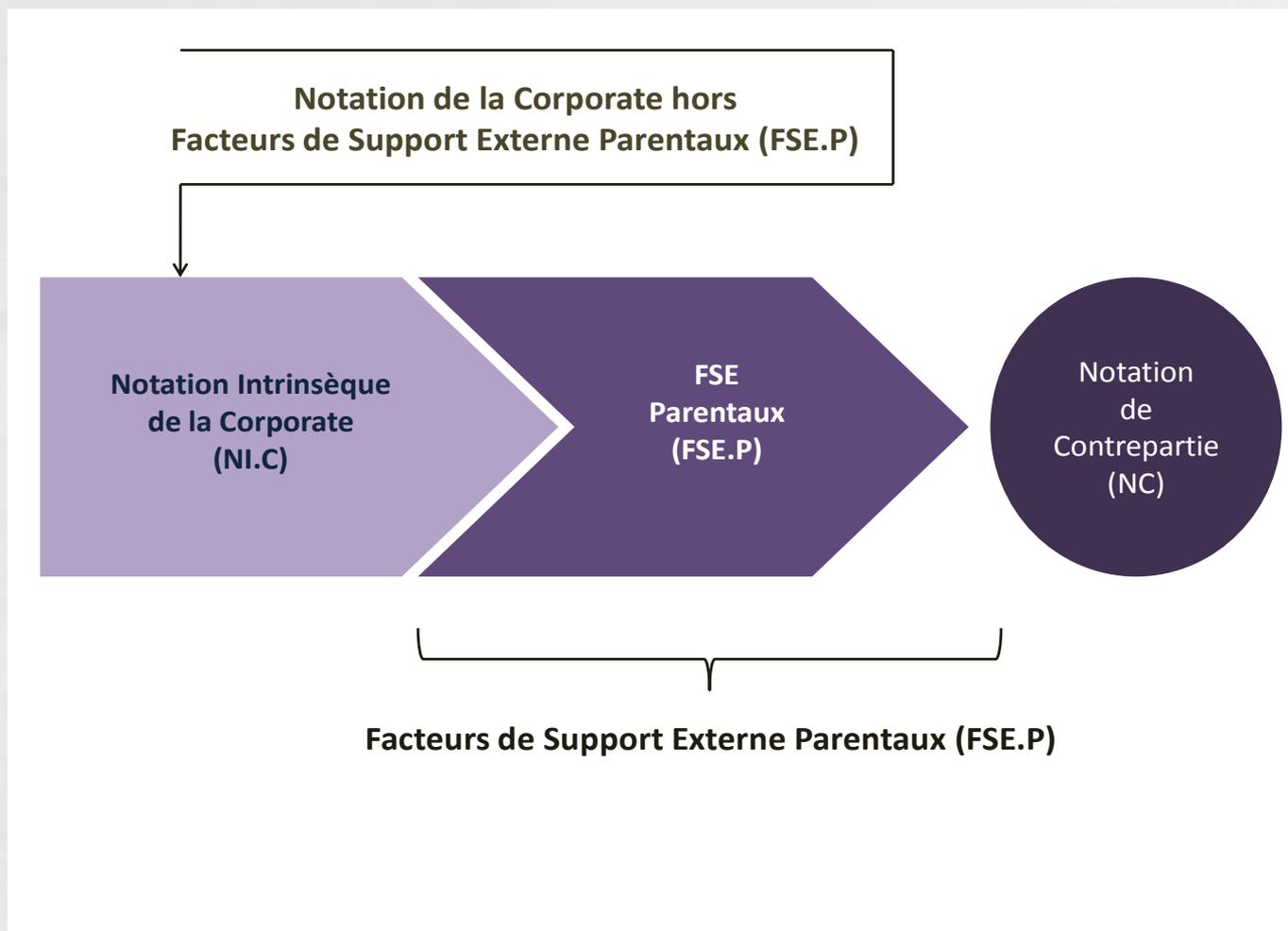
Une approche séquentielle

- La méthodologie de notation des Corporates repose sur une **approche séquentielle**, mais **simplifiée** (comme celle des CdA).
- Cette analyse en séquences conditionne la **Notation de Contrepartie (NC)** *de long terme* de la Corporate, et repose sur deux piliers :
 - ✓ la **Notation Intrinsèque (NI)** de la Corporate ; et
 - ✓ les **Facteurs de Support Externe (FSE)**.
- Ces FSE ne sont que « **Parentaux** » (FSE.P). WARA n'inclut aucun support systémique pour les Corporates, ni sur la plan national, ni sur le plan régional.
- En résumé, WARA adopte l'approche suivante :

$$\text{NC} = \text{NI.C} + \text{FSE} = \text{NI.C} + \text{FSE.P}$$



Graphiquement...





Notation Intrinsèque

- WARA a choisi de faire reposer la NI des Corporates (NI.C) sur 9 **Facteurs de Notation Intrinsèque des Corporates (FNI.C)**, répartis dans 3 catégories :

- (i) les FNI.C **Environnementaux** ;
- (ii) les FNI.C **Qualitatifs** ; et
- (iii) les FNI.C **Financiers**.

- Chaque FNI.C (de FNI.C1 à FNI.C9) fait l'objet d'un **Score** (S_n , $n=1$ à 9) et d'une **Pondération** (W_n , $n=1$ à 9).
- Les Scores relatifs à chacun des 9 FNI.C seront déterminés par le **Comité de Notation** sur une échelle de 1 à 6, où 1 représente le score le plus élevé, tandis que 6 représente le score le plus faible.
- La NI.C est la somme pondérée des 9 Scores, selon la formalisation suivante :

$$NI.C = \sum_{n=1}^9 W_n \times S_n \text{ +/- ajustement}$$



Les Facteurs de Notation Intrinsèque des Corporates

FNI.C	Catégories	Nature des facteurs de risque	Acronymes	Pondérations (catégories)	Pondérations Wn (par FNI.C)	Scores	Scores pondérés
FNI.C1	FNI.C Environnementaux	Environnement macroéconomique	EM	25%	10%	S1	W1xS1
FNI.C2		Environnement opérationnel	EO		7%	S2	W2xS2
FNI.C3		Environnement sectoriel	ES		8%	S3	W3xS3
FNI.C4	FNI.C Qualitatifs	Produits - Distribution - Marque	PM	40%	15%	S4	W4xS4
FNI.C5		Gouvernance et management	GM		15%	S5	W5xS5
FNI.C6		Positionnement concurrentiel	PC		10%	S6	W6xS6
FNI.C7	FNI.C Financiers	Rentabilité	RE	35%	10%	S7	W7xS7
FNI.C8		Liquidité	LQ		10%	S8	W8xS8
FNI.C9		Flexibilité financière	FF		15%	S9	W9xS9
						Score pondéré total	$\sum W_n \times S_n$
						Ajustement	$\pm 20\%$
						Score pondéré total ajusté	$\sum W_n \times S_n \pm 20\%$

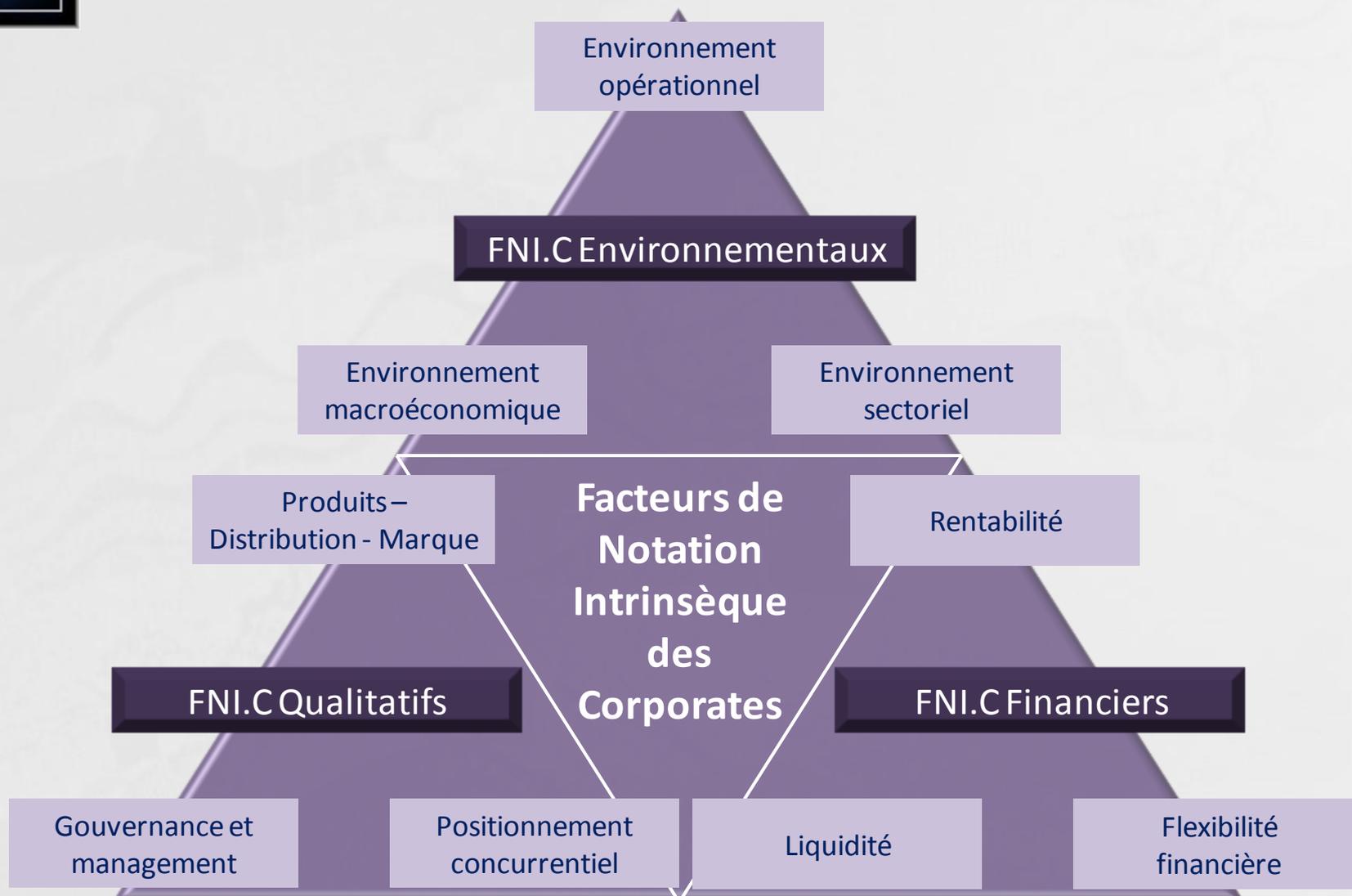


Table de correspondance SPTA-NI.C

SPTA		NI.C
De:	A:	
1.00	1.24	AAA
1.25	1.49	AA+
1.50	1.74	AA
1.75	1.99	AA-
2.00	2.24	A+
2.25	2.49	A
2.50	2.74	A-
2.75	2.99	BBB+
3.00	3.24	BBB
3.25	3.49	BBB-
3.50	3.74	BB+
3.75	3.99	BB
4.00	4.24	BB-
4.25	4.49	B+
4.50	4.74	B
4.75	4.99	B-
5.00	5.24	CCC+
5.25	5.49	CCC
5.50	5.74	CCC-
5.75	5.99	CC/C



Pyramide « Corporate » de WARA





FNI.C1 : Environnement macroéconomique

Facteur environnemental

- Pondéré à **10%** de la NI, le facteur EM, à l'instar de certains autres facteurs environnementaux, est **commun** à toutes les entités notées par WARA dans un même pays, y compris les Corporates.
- Ce facteur capture les **opportunités et contraintes du cadre macroéconomique pour les entreprises industrielles et commerciales**. Il inclut la volatilité de la création de valeur ajoutée dans un pays donné, sa diversification et sa soutenabilité à long terme.
- Le facteur d'environnement macroéconomique mesure aussi la qualité des politiques économiques, conjoncturelles et structurelles, pour les entreprises. Enfin, ce facteur tend à identifier la robustesse du tissu industriel dans un pays donné, et les interactions que l'espace industriel nourrit avec les autres secteurs de l'économie pour dessiner le comportement macroéconomique du pays en question.

EM mesure les risques économiques pesant sur le secteur industriel et commercial d'un pays dans son ensemble.



FNI.C2 : Environnement opérationnel

Facteur environnemental

- Le deuxième facteur environnemental, EO, traite des **éléments opérationnels d'ordre structurel** dont les entreprises doivent tenir compte dans la conduite de leurs opérations industrielles, commerciales et financières.
- Ce facteur, pondéré à **7%**, inclut une mesure de la gouvernance du système économique dans son ensemble, et du secteur industriel en particulier, la disponibilité de personnels hautement qualifiés et formés dans les secteurs industriels et commerciaux, le niveau d'équipement technologique des Corporates, la qualité des infrastructures (notamment de télécommunication).
- Ce facteur mesure aussi le degré de granularité de l'information technique et commerciale en provenance des marchés ciblés par les Corporates et la pertinence des outils de gestion traditionnellement utilisées par les entreprises industrielles et commerciales, publiques et privées, dans un pays donné.

EO mesure les risques opérationnels pesant sur le secteur industriel et commercial d'un pays dans son ensemble.



FNI.C3 : Environnement sectoriel

Facteur environnemental

- Le troisième facteur environnemental, ES, mesure la **dynamique concurrentielle et le degré de maturité du secteur** d'activité de la Corporate notée.
- WARA part du postulat que le succès relatif d'une Corporate dépend tout autant de son environnement macroéconomique que de **la dynamique méso-économique du secteur d'activité**. En effet, tous les secteurs industriels ou commerciaux ne sont pas nécessairement pro-cycliques : certains sont contra-cycliques, d'autres acycliques.
- WARA portera une attention toute particulière à ne pas surpondérer les facteurs macroéconomiques tant les spécificités sectorielles peuvent altérer assez considérablement la marche d'une entreprise donnée dans son environnement. WARA mesurera l'effet des pressions concurrentielles sur les marges, la structure de coût de l'industrie en question, ses facteurs clés de succès et ses perspectives de développement futur, ce qui facilitera le positionnement de n'importe laquelle des Corporates notées au regard de ses concurrents. Tout cela sera mis en perspective de **la courbe de vie du secteur en question**.

ES mesure les risques sectoriels pesant sur les Corporates qui se font concurrence sur leur(s) marché(s) respectifs dans un pays donné.



FNI.C4 : Produits – Distribution – Marque

Facteur qualitatif

- Pondéré à **15%**, le facteur PM fait partie des 6 facteurs (de FNI.C4 à FNI.C9) qui sont **spécifiques** à la Corporate notée, et non pas relatifs à son environnement, comme les facteurs FNI.C1 à FNI.C3). C'est l'un des facteurs les plus fortement pondérés.
- WARA entend par « Produits – Distribution – Marque » le **positionnement stratégique** de l'entreprise, son degré de spécialisation ou a contrario de diversification opérationnelle et produit (sa gamme), et bien sûr sa taille (dont la meilleure approximation est la part de marché).
- Une entreprise industrielle ou commerciale doit maximiser ses rendements en fonction de ses **avantages comparatifs**, eux-mêmes à la source de ses **stratégies de différenciation** (en prix, en qualité ou en temps, ce qui sera pleinement capturé par le FNI.C6). Stricto sensu, le FNI.C4 inclut la diversité des produits offerts dans la gamme, la diversité des clientèles (nationales/internationales), les stratégies de distribution (directe/indirecte), ainsi que le degré d'enracinement et de visibilité de la marque.

PM mesure les risques d'obsolescence stratégique pesant sur une entreprise industrielle ou commerciale de manière idiosyncrasique.



FNI.C5 : Gouvernance et management

Facteur qualitatif

- Avec PM, c'est le facteur individuel le plus fortement pondéré, à **15%**. En effet, WARA part de la notion théorique et du constat empirique que **la gouvernance et la gestion sont des éléments essentiels au succès**, ou au contraire à l'échec, d'une stratégie.
- Le capital humain, les processus, la gestion de la chaîne de valeur, les mécanismes d'incitation, le calibrage des politiques d'investissement et l'appétit pour le risque sont autant de dimensions que le facteur PM tend à capturer. Par conséquent, WARA adopte une approche descendante (« *top down* ») pour la capture des mécanismes de pilotage.
- L'analyse commence au niveau du Conseil d'Administration, par le biais du concept de « **gouvernance** ». La nature, qualité et pertinence des instruments de gouvernance sont mesurées par les analystes de WARA. Ensuite, les « **processus** » (qui regroupent des notions d'exécution relatives au Management et à sa Stratégie) sont passés au crible de l'analyse et font aussi l'objet de scores. En d'autres termes, ces scores reflètent tant le design conceptuel de la stratégie que son implémentation pratique.

GM mesure la qualité et la pertinence des politiques et procédures d'élaboration et d'exécution des axes stratégiques de l'entreprise, compte tenu des orientations générales des actionnaires, du savoir-faire des managers et des données du contexte concurrentiel.



FNI.C6 : Positionnement concurrentiel

Facteur qualitatif

- WARA considère que les entreprises développent **un nombre limité d'avantages comparatifs** pour asseoir leur **compétitivité** dans le temps.
- La compétitivité se dessine en général à court terme au regard d'un **avantage en prix** (lui-même tributaire d'une capacité à comprimer les coûts) ou d'un **avantage en qualité** (lui-même dépendant d'un savoir ou d'un savoir-faire particulier). A long terme, en revanche, la constitution des avantages comparatifs futurs dépend **des options d'investissements technologiques et humains**, et des **capacités d'innovation** de l'entreprise, en vue de son développement à terme.
- WARA a donc calibré son facteur PC autour de **deux sous-facteurs de court-terme** («compétitivité-prix» et «compétitivité hors-prix») et **d'un facteur de long terme** («Développement – Technologie – Innovation») à même d'intégrer la dimension temporel dans l'accumulation des avantages comparatifs de la Corporate notée, en comparaison des facteurs-clés de succès de l'industrie dans laquelle elle opère.

PC mesure les risques inhérents à une Corporate au regard de sa compétitivité et aux moyens de court terme et de long terme qu'elle déploie pour la protéger et la développer dans le temps.



FNI.C7 : Rentabilité

Facteur quantitatif

- WARA part d'un concept analytique déjà bien documenté et éprouvé : l'approche « **à la Du Pont de Nemours** ». Cette approche déconstruit la rentabilité, mesurée par le retour sur fonds propres (RFP), en un produit de trois vecteurs : la marge de profit {MP = résultat net (RN) / Chiffre d'Affaires (CA)}, la rotation des actifs {RA = CA / Total des actifs (TA)}, et le levier financier {LF = TA / Fonds propres (FP)}.

- En résumé :
$$RFP = \frac{RN}{FP} = MP \times RA \times LF = \frac{RN}{CA} \times \frac{CA}{TA} \times \frac{TA}{FP}$$

- Chaque dimension du produit (MP, RA et LF) est analytiquement documenté et commenté par les Analystes de WARA, de telle sorte à reproduire la constitution du profit de la Corporate et à le rapporter à la politique financière de l'entreprise. MP capture les postes du compte de résultats et de l'entreprise ; RA sert à analyser le produit des **quantités vendues par les prix pratiqués**, au regard des items portés au bilan (notamment en stock) constitutifs du besoin en fonds de roulement; tandis que LF identifie **les mécanismes de financement de ce BFR**, auquel s'ajoute les autres éléments d'actifs, notamment immobilisés.

RE mesure les risques d'insuffisance de rendements, soit par compression des marges, soit par inflation des coûts, soit par manque de croissance des volumes.



FNI.C8 : Liquidité

Facteur quantitatif

- Outre l'insuffisance de rendement, la **liquidité** est l'autre raison majeure pour laquelle les Corporates ont tendance à faire défaut.
- La liquidité est un concept polysémique : WARA identifie les notions de **liquidité d'actifs**, d'**écoulement de passifs** et de **gestion actifs-passifs** (ALM).
- Par conséquent, le calibrage de la section « liquidité » de la Carte des Scores reprend ces trois éléments constitutifs de la liquidité des entreprises : **la primauté est donnée à la liquidité des actifs** ; en outre, WARA combine dans un même score la question du **refinancement** et de **la gestion du bilan**, comme solutions que l'entreprise exploite afin de faire face à ses besoins de liquidité et compte tenu des « tombées » d'actifs.

LQ mesure la qualité et la pertinence des mesures, mécanismes et instruments de gestion du bilan.



FNI.C9 : Flexibilité financière

Facteur quantitatif

- Finalement, la **flexibilité financière** constituent une forme de résultante, de synthèse que l'entreprise prend en compte dans la constitution de son portefeuille de passifs. WARA définit la structure de passifs au sens le plus large, et y inclut les fonds propres ainsi que les sources de refinancement bancaire et obligataire
- WARA ne donne pas la primauté directe aux fonds propres dans le cas des Corporates, mais davantage à **la structure de sa dette**. Cela dit, plus les fonds propres seront importants, moins la pression de l'endettement se fera ressentir au niveau de la gestion financière de la Corporate notée.
- Cette pression financière sera capturée par deux séries de ratios : i) la **couverture des charges d'intérêt par l'EBITDA** (« Earning Before Interest Tax Depereciation and Amortization » ou Excédent Brut d'Exploitation – EBE); et ii) **la quantité de dettes portées au bilan rapportée à ces mêmes cash-flows opérationnels**, afin de mesurer le poids latent de l'endettement de l'entreprise en années d'EBE.

FF mesure le risque d'insolvabilité des entreprises, soit par excès de levier financier (et donc d'une insuffisance de fonds propres), soit en raison d'une croissance trop rapide des coûts de refinancement, soit en raison d'un tarissement des sources de cash-flows.



La Carte des Scores

- Tous ces **9 FNI.C** sont répertoriés et reportés dans la **Carte des Scores** de WARA reproduite sur le tableau suivant.
- Les **pondérations** par catégories de score, par scores et par éléments constitutifs de chaque score sont mentionnés explicitement.
- Les analystes de WARA doivent proposer des scores dans les cases roses, lesquels seront ensuite débattus en **Comité de Notation** et feront l'objet d'un vote par ce même Comité

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE DES CORPORATES			Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX			25%	0	0
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	0	0
	<i>Maturité</i>		3%		0
	<i>Volatilité</i>		2%		0
	<i>Diversité</i>		2%		0
	<i>Soutenabilité</i>		3%		0
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	0	0
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%		0
	<i>Infrastructure</i>		2%		0
	<i>Information</i>		2%		0
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	0	0
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%		0
	<i>Degré de maturité</i>		4%		0
FACTEURS QUALITATIFS			40%	0	0
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	0	0
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%		0
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%		0
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%		0
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	0	0
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%		0
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%		0
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%		0
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	0	0
	<i>Compétitivité prix</i>		3%		0
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%		0
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%		0
FACTEURS FINANCIERS			35%	0	0
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	0	0
	<i>Marge de profit</i>		4%		0
	<i>Rotation des actifs</i>		3%		0
	<i>Levier financier</i>		3%		0
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	0	0
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%		0
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%		0
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	0	0
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%		0
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%		0
SCORE PONDÉRÉ TOTAL				0	0
AJUSTEMENT					
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ				0	0
NOTATION INTRINSÈQUE					



Les Facteurs de Support Externe (FSE)

Support Externe Parental:

$$NC = NI.C + FSE.P$$

NIC: *Notation de Contrepartie*

FSE.P: *Facteurs de Support Externe Parentaux*

Support Externe Systémique:

AUCUN



Importance stratégique de la Corporate

Degré d'importance stratégique	Définitions	Support parental maximum	Plafond pour la NC _F	Exceptions au plafond pour la NC _F
Elevé	La filiale est une composante essentielle de la stratégie du parent. Le degré d'intégration opérationnelle entre la filiale et le parent est élevé. La filiale représente une part élevée des revenus du parent.	+ 4 crans	NI _p	NI.C _F > NI _p
Moyen	La filiale est une composante importante, mais pas essentielle, de la stratégie du parent. Le degré d'intégration opérationnelle entre la filiale et le parent est en général faible. La filiale représente une part significative mais, mais pas élevée, des revenus du parent.	+ 2 crans	NI _p	NI.C _F > NI _p
Faible	La filiale est une composante mineure de la stratégie du parent. Le degré d'intégration opérationnelle entre la filiale et le parent est toujours très faible. La filiale représente une part non significative des revenus du parent.	+ 0 cran	NI _p	NI.C _F > NI _p



Synthèse: inclusion des éléments de support national & régional

Notation Intrinsèque de la Corporate	NI.C	
Support parental		
Identité du parent	--	
NI du parent	NI _P	
Importance Stratégique	I-Strat	
Facteur de Support Externe - Parental	FSE.P	
Notation de Contrepartie	NC	

Pour référence: Plafond National



Septième section



La méthodologie WARA de notation des **Souverains**



Notation Souveraine

■ WARA a choisi de faire reposer la notation des émetteurs souverains, ou **Notation Souveraine** (NS) sur 9 Facteurs de Notation Souveraine (FNS), répartis dans 3 catégories :

- (i) les FNS **Structurels** ;
- (ii) les FNS **Institutionnels** ; et
- (iii) les FNS **Conjoncturels**.

Chaque FNS (de FNS₁ à FNS₉) fait l'objet d'un Score (S_n , n=1 à 9) et d'une Pondération (W_n , n=1 à 9). Les Scores relatifs à chacun des 9 FNS seront déterminés par le Comité de Notation sur une échelle de 1 à 6, où 1 représente le Score le plus élevé, tandis que 6 représente le score le plus faible. La NS est la somme pondérée des 9 Scores, selon la formalisation suivante :

$$NS = \sum_{n=1}^9 W_n \times S_n \text{ +/- ajustement}$$



Les Facteurs de Notation Souveraine

FNS	Catégories	Nature des facteurs de risque	Acronymes	Pondérations (catégories)	Pondérations Wn (par FNS)	Scores	Scores pondérés
FNS1	FNS Structurels	Compétitivité et avantages comparatifs	CA	40%	15%	S1	W1xS1
FNS2		Structures économiques	SE		13%	S2	W2xS2
FNS3		Endettement public	EP		12%	S3	W3xS3
FNS4	FNS Institutionnels	Stabilité politique	SP	35%	13%	S4	W4xS4
FNS5		Institutionnalisation et normalisation	IN		12%	S5	W5xS5
FNS6		Propension aux chocs ponctuels	PC		10%	S6	W6xS6
FNS7	FNS Conjoncturels	Situation et politique budgétaires	PB	25%	9%	S7	W7xS7
FNS8		Situation et politique monétaires	PM		8%	S8	W8xS8
FNS9		Etat de la balance des paiements	BP		8%	S9	W9xS9
						Score pondéré total	$\sum W_n x S_n$
						Ajustement	$\pm 20\%$
						Score pondéré total ajusté	$\sum W_n x S_n \pm 20\%$

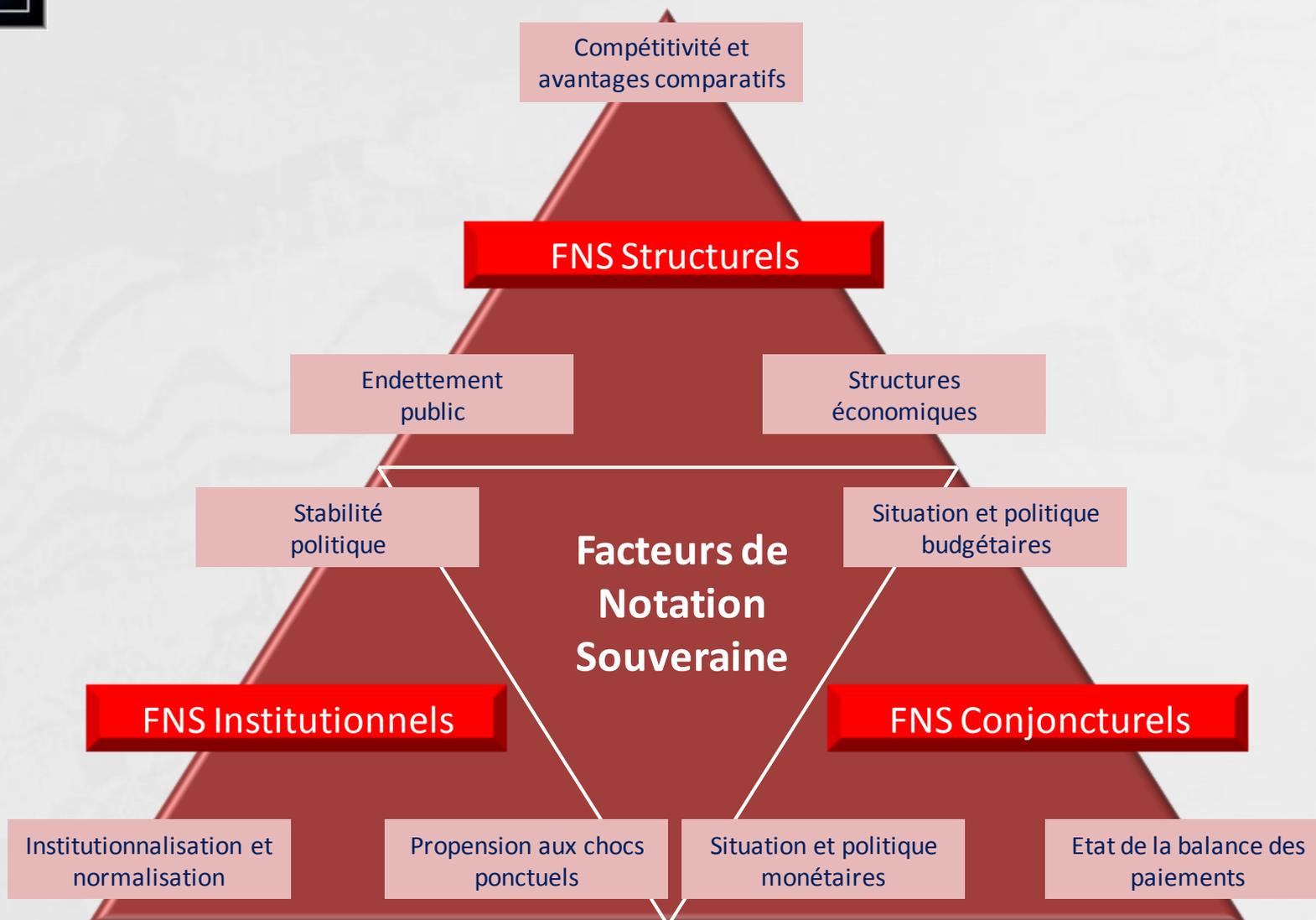


Table de correspondance SPTA-NS

SPTA		NS (échelle régionale)	NS (échelle internationale)
De:	A:		
1.00	1.24	AAA	iBBB/iBBB-
1.25	1.49	AA+	iBB+/iBB
1.50	1.74	AA	iBB
1.75	1.99	AA-	iBB
2.00	2.24	A+	iBB-
2.25	2.49	A	iBB-
2.50	2.74	A-	iB+
2.75	2.99	BBB+	iB+
3.00	3.24	BBB	iB-
3.25	3.49	BBB-	iB-
3.50	3.74	BB+	iCCC+
3.75	3.99	BB	iCCC+
4.00	4.24	BB-	iCCC
4.25	4.49	B+	iCCC
4.50	4.74	B	iCCC-
4.75	4.99	B-	iCCC-
5.00	5.24	CCC+	iCC
5.25	5.49	CCC	iCC
5.50	5.74	CCC-	iC
5.75	5.99	CC/C	iD



Pyramide « Souveraine » de WARA





FNS1 : Compétitivité et avantages comparatifs

Facteur structurel

- Le premier des facteurs de Notation souveraine capture l'élément structurel le plus fortement pondéré, à savoir la série des **avantages comparatifs de la nation**, assurant sa **compétitivité**.
- Cette compétitivité, comme une entreprise, est assurée soit par **un avantage en prix**, soit par **un avantage hors-prix**.
- La **compétitivité prix** dépend dans une très large mesure du régime de change. Mais comme WARA sera active essentiellement en zone monétaire à change fixe, ce n'est pas cette dimension qui sera primordiale. En revanche, la compétitivité-prix d'une nation, notamment sur les marchés internationaux, dépendra de sa structure de coût des facteurs de production. En matière de **compétitivité hors-prix**, WARA insistera sur la taille du marché intérieur, ainsi que sur la distribution de la valeur ajoutée entre les biens échangeables (à l'export) et les biens non-échangeables (sur le marché domestique). WARA sera aussi très sensible aux politiques structurelles à même d'organiser la montée en gamme et en qualité de l'économie nationale.

CA mesure la structure de compétitivité d'une nation, dans ses dimension prix et hors-prix, assise sur ses avantages comparatifs, construits au terme de ses politiques structurelles.



FNS2 : Structures économiques

Facteur structurel

- Le deuxième facteur structurel SE répond aux interrogations de WARA quant à la **structure industrielle de l'économie nationale**. L'analyse de ce facteur structurel dépend essentiellement du niveau de **richesse par habitant** déjà accumulé par la nation.
- Cela dit, ce seul sous-facteur peut être largement brouillé par la surreprésentation d'un nombre limité de secteurs industriels dans la création nationale de valeur, comme par exemple les hydrocarbures. Par conséquent, WARA donnera un poids important à la **diversification sectorielle** de l'économie nationale.
- Enfin, toute stratégie de diversification doit pouvoir amortir les effets du cycle, sinon son effet est inopérant sur la solvabilité de la nation. Par conséquent, WARA mesurera aussi la **volatilité des indicateurs de croissance économique réelle**, et valorisera la stabilité de la production de valeur.

SE mesure le niveau et la composition des sources de création de richesse dans un pays donné, au regard de leur diversité et de leur stabilité.



FNS3 : Endettement public

Facteur structurel

- Comme une entreprise, une nation recherche la création de richesse, mais déploie aussi une stratégie financière pour parvenir à ces fins. Le « **bilan de l'Etat** » est une bonne approximation des **stratégies financières** à l'œuvre en vue de la croissance.
- En particulier, WARA insistera sur **les niveaux de dettes accumulées** pour le déploiement de la politique économique structurelle et conjoncturelle. La dette est un concept relatif : de la dette brute, WARA déduira la valeur nominale des actifs publics pour reconstituer une quantité de **dette nette**, laquelle sera ensuite rapportée aux indicateurs de croissance, comme le PIB ou le PNB.
- Enfin, WARA sait aussi que **la nature et la composition de la dette** valent tout autant, d'un point de vue analytique, que ses seuls niveaux, même relativisés. Par conséquent, la dette externe ne sera pas traitée de la même manière que la dette interne, tant et si bien que la dette en devises sera perçue comme plus sensible que la dette libellée en monnaie régionale. Il s'agit de mesurer par ce facteur EP **l'indépendance et la flexibilité financière** du secteur public, au-delà des seuls ratios d'endettement.

EP mesure le niveau, la composition et les tendances d'endettement qui caractérisent la stratégie financière du secteur public, en vue du financement des politiques économiques.



FNS4 : Stabilité politique

Facteur institutionnel

- WARA part du principe théorique et du constat empirique que les Etats ne font pas défaut uniquement pour des raisons économiques ou financières, mais aussi suite à des **chocs politiques, sociaux, sécuritaires ou militaires**. Ce facteur relève essentiellement de composantes institutionnelles.
- Par conséquent, WARA mesurera la stabilité, la légitimité, la soutenabilité et la crédibilité des **régimes politiques** en place, sans jamais prononcer de jugement de valeur quant à leur nature, ce qui n'appartient pas au champ analytique.
- En outre, WARA mesurera le degré d'alternance politique à même de renforcer sa **stabilité à long terme**, ou au contraire la cristallisation des « rentes politiques » à même de générer des risques de bouleversements soudains.
- Enfin, une mesure possible de ces risques de « combustion » politique réside dans la mesure, forcément qualitative, des violences politiques, en général de nature sécuritaire, mais émanant pour l'essentiel de déséquilibres éco-socio-politiques.

SP mesure le degré de soutenabilité du modèle politique en vigueur dans un pays donné, au regard de la légitimité de son régime, de sa capacité à organiser sa propre alternance tout en minimisant les risques de violence.



FNS5 : Institutionnalisation et normalisation

Facteur institutionnel

- WARA part du cadre théorique et pratique de la distribution des pouvoirs dans les régimes modernes : ces derniers sont au nombre de trois, à savoir **le pouvoir exécutif, le pouvoir judiciaire et le pouvoir législatif**.
- En matière exécutive, WARA mesurera la capacité du gouvernement à faire preuve **d'efficacité dans la décision publique** à vocation économique.
- Quant aux questions judiciaires, WARA les traitera dans la perspective du **degré de respect des règles de droit**, par le biais d'une mesure de l'indépendance des cours de justice.
- Enfin, le pouvoir législatif sera analysé au regard du **caractère plus ou moins autonome de sa production de normes**. La volatilité des règles de droit produites par les autorités législatives constitue souvent une contrainte pour la croissance économique.

IN mesure la robustesse des institutions encadrant la pratique du pouvoir et l'indépendance des mécanismes de distribution de l'autorité.



FNS6 : Propension aux chocs ponctuels

Facteur institutionnel

- Ce que le facteur PC tendra à capturer, c'est le risque de « **combustion** » des ratings suite à des chocs subits, ponctuels, rares, mais graves. Ces risques sont à la fois endogènes et exogènes, économiques et non-économiques, internes et externes.
- Ils représentent collectivement la probabilité de **survenance d'un événement suffisamment massif** pour porter la Notation souveraine d'un niveau donné a priori à une situation de stress élevé a posteriori.
- Ces événements peuvent être de nature politique (comme une rébellion, un conflit interne ou frontalier), économiques (une crise financière ou bancaire), environnementaux, écologiques ou climatiques (un tremblement de terre, une sécheresse). Il va sans dire que ces événements sont difficiles à prévoir, ce que WARA ne cherchera pas à faire. En revanche, WARA mesurera **la propension de survenance de ces chocs**, au regard des caractéristiques du souverain noté et compte tenu de son environnement, de son histoire, de sa géographie et des tensions qu'il peut subir.

PC mesure le risque de « combustion » des ratings suite à des chocs ponctuels, rares mais intenses, non pas en les prévoyant mais plutôt en modélisant la propension de leur survenance possible.



FNS7 : Situation et politique budgétaires

Facteur conjoncturel

- Au premier rang des facteurs conjoncturels, qui représentent davantage une analyse du « **compte de résultats de la nation** », se trouve le facteur budgétaire. **Le budget de l'Etat en particulier**, et celui du secteur public plus généralement, constitue le point d'ancrage principal des mesures quantitatives du risque de défaut souverain.
- L'objectif de cette section analytique est de déconstruire la **composition du budget de l'Etat et du secteur public**, pour en retirer quelques indicateurs clés. Parmi ces indicateurs, le **solde primaire** (c'est-à-dire le solde budgétaire hors intérêt de la dette) mesure la capacité structurelle de l'Etat à dégager un surplus (essentiellement) fiscal par rapport aux dépenses (essentiellement de fonctionnement).
- Logiquement, WARA s'intéressera donc de très près à **la politique fiscale**, comme source majeure de recettes, et à ses effets économiques, tantôt incitatifs, tantôt contraignants pour la création de richesses futures.

PB mesure la pertinence et le calibrage des politiques économiques conjoncturelles de nature budgétaire, ainsi que leurs effets macroéconomiques tant sur l'Etat que sur le reste de l'économie.



FNS8 : Situation et politique monétaires

Facteur conjoncturel

- Le deuxième temps de l'analyse conjoncturelle consiste à se pencher sur **les effets inflationnistes des politiques monétaires** en vigueur.
- WARA partira de la mesure la plus simple de l'inflation, à savoir l'évolution des prix des biens et services destinés à la consommation. Cela dit, WARA a conscience du fait que l'inflation peut prendre aussi d'autres formes, notamment financières, lorsque la liquidité est abondante. Par conséquent, WARA ajustera significativement son opinion quant aux effets monétaires par **une surveillance stricte des prix d'actifs** (par exemple ceux des titres et des biens immobiliers), afin de mesurer **la probabilité de survenance d'un choc monétaire** par le biais des prix d'actifs financiers.
- Enfin, WARA sait aussi que le secteur monétaire, bancaire et financier revêt souvent une importance capitale pour les Etats, notamment en raison des **effets systémiques inhérents aux dysfonctionnements du marché de l'argent**. WARA mesurera donc les **passifs contingents** à la charge de la puissance publique dans le cas de survenance d'une crise systémique.

PM mesure les effets réels possibles d'un contexte inflationniste élargi à la sphère financière, et capture le poids relatif des passifs contingents pour la puissance publique en cas de crise financière systémique.



FNS9 : Etat de la balance des paiements

Facteur conjoncturel

- Enfin, WARA se penchera sur **les équilibres externes des comptes de la nation**. La balance des paiements reste le moyen le plus direct d'accéder aux évolutions tendanciennes d'accumulation des **réserves de changes**, servant elles-mêmes à réduire les risques de non-transfert.
- Dans les zones monétaires où WARA déploiera ses services de Notation, **les risques de non-transfert sont très largement nuancés par le statut-même du franc CFA**, lié à la devise européenne. Cela dit, ce statut ne prévaut que tant que les réserves de change en devises sont suffisantes à l'échelon national autant qu'au niveau régional. Sinon, les risques de dévaluation s'accumulent.
- Par conséquent, WARA identifiera les sources de devises, qui sont au nombre de deux : i) le montant net des **exports** déflaté de celui des **imports** ; ii) le montant net des flux de **capitaux** et de **transferts** dans le pays noté. Le solde total fournira à WARA les informations nécessaires quant aux tendances relatives à **l'évolution des réserves**.

BP mesure les risques de non-transfert, c'est-à-dire de convertibilité (autrement dit de liquidité en devises), inhérents à un pays et à un système de pays donnés, compte tenu de la structure de ses soldes externes.



La Carte des Scores

- Tous ces **9 FNS** sont répertoriés et reportés dans la **Carte des Scores** de WARA reproduite sur le tableau suivant.
- Les **pondérations** par catégories de score, par scores et par éléments constitutifs de chaque score sont mentionnés explicitement.
- Les analystes de WARA doivent proposer des scores dans les cases jaunes, lesquels seront ensuite débattus en **Comité de Notation** et feront l'objet d'un vote par ce même Comité

FACTEURS DE NOTATION SOUVERAINE		Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS STRUCTURELS		40%	0	0
FNS1	Compétitivité et avantages comparatifs	CA	15%	0
	<i>Compétitivité prix et régime de change</i>		4%	0
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		6%	0
	<i>Politique économique structurelle</i>		5%	0
FNS2	Structures économiques	SE	13%	0
	<i>Niveau de richesse</i>		6%	0
	<i>Diversification économique</i>		4%	0
	<i>Volatilité du produit intérieur</i>		3%	0
FNS3	Endettement public	EP	12%	0
	<i>Niveau relatif de la dette publique</i>		5%	0
	<i>Tendance d'endettement de long terme</i>		3%	0
	<i>Composition de la dette publique</i>		4%	0
FACTEURS INSTITUTIONNELS		35%	0	0
FNS4	Stabilité politique	SP	13%	0
	<i>Régime politique</i>		6%	0
	<i>Degré d'alternance</i>		4%	0
	<i>Degré de violence sécuritaire</i>		3%	0
FNS5	Institutionnalisation et normalisation	IN	12%	0
	<i>Efficacité exécutive</i>		5%	0
	<i>Indépendance judiciaire</i>		4%	0
	<i>Autonomie législative</i>		3%	0
FNS6	Propension aux chocs ponctuels	PC	10%	0
	<i>Probabilité des chocs internes</i>		4%	0
	<i>Risques de chocs externes</i>		3%	0
	<i>Risques environnementaux</i>		3%	0
FACTEURS CONJONCTURELS		25%	0	0
FNS7	Situation et politique budgétaires	PB	9%	0
	<i>Solde primaire</i>		3%	0
	<i>Solde budgétaire total</i>		3%	0
	<i>Qualité des politiques fiscales</i>		3%	0
FNS8	Situation et politique monétaires	PM	8%	0
	<i>Inflation des biens et services</i>		3%	0
	<i>Inflation financières</i>		3%	0
	<i>Passif contingents</i>		2%	0
FNS9	Etat de la balance des paiements	BP	8%	0
	<i>Balance commerciale</i>		3%	0
	<i>Balance des capitaux et transferts</i>		3%	0
	<i>Réserves de change</i>		2%	0
			SCORE PONDÉRÉ TOTAL	0
			AJUSTEMENT	
			SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ	0
			NOTATION INTRINSÈQUE	



Huitième section

8

La méthodologie WARA de notation des **Collectivités locales**



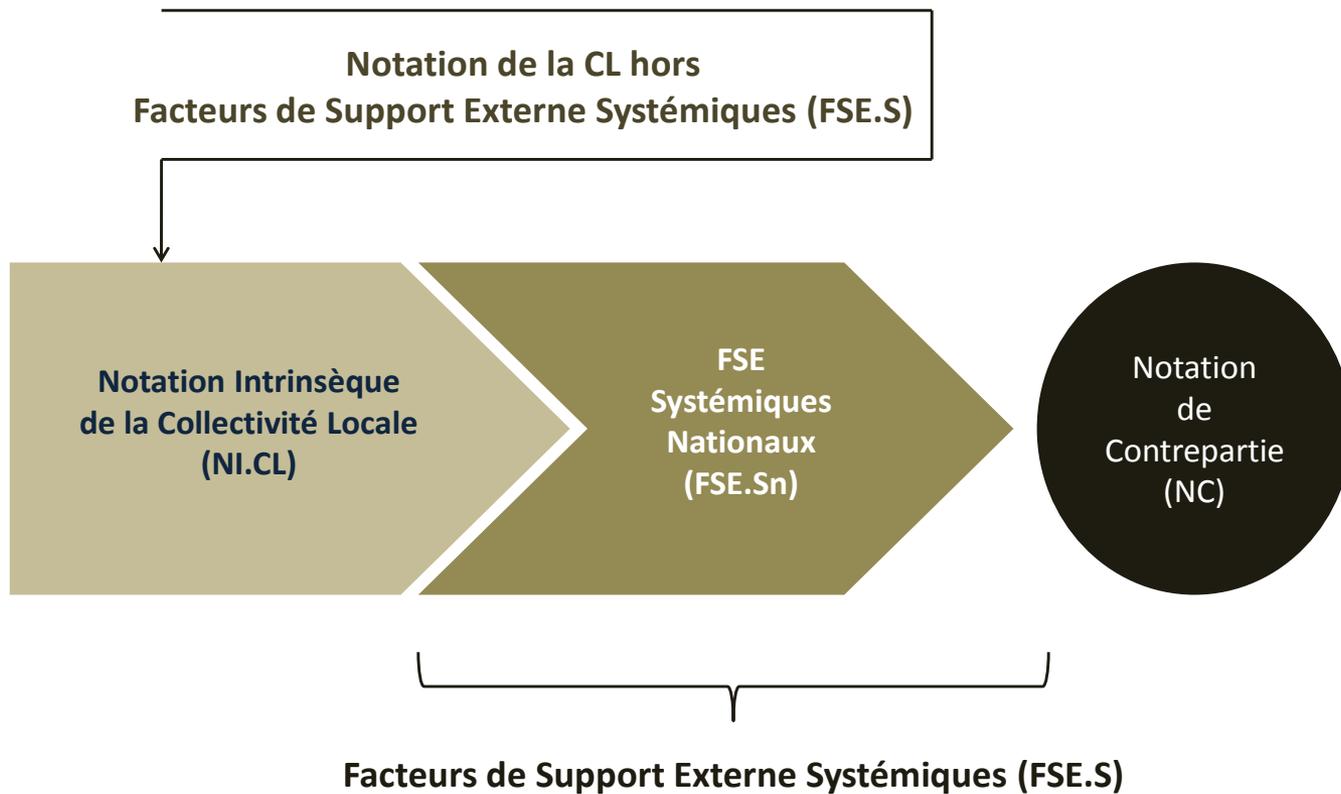
Une approche séquentielle

- La méthodologie de notation des Collectivités Locales (CL) repose sur une **approche séquentielle**, mais **simplifiée**.
- Cette analyse en séquences conditionne la **Notation de Contrepartie (NC)** *de long terme* de la CdA, et repose sur deux piliers :
 - ✓ la **Notation Intrinsèque (NI.CL)** de la CL ; et
 - ✓ les **Facteurs de Support Externe (FSE)**.
- Ces FSE ne sont que « **Systemiques Nationaux** » (FSE.Sn). WARA n'inclut aucun support régional pour les CL.
- En résumé, WARA adopte l'approche suivante :

$$NC = NI.CL + FSE = NI.CL + FSE.Sn$$



Graphiquement...





Notation Intrinsèque

- WARA a choisi de faire reposer la NI des CL (NI.CL) sur 9 **Facteurs de Notation Intrinsèque des CL(FNI.CL)**, répartis dans 3 catégories :
 - (i) les FNI.CL **Structurels** ;
 - (ii) les FNI.CL **Institutionnels** ; et
 - (iii) les FNI.CL **Conjoncturels**.
- Chaque FNI.CL (de FNI.CL₁ à FNI.CL₉) fait l'objet d'un **Score** (S_n, n=1 à 9) et d'une **Pondération** (W_n, n=1 à 9).
- Les Scores relatifs à chacun des 9 FNI.CL seront déterminés par le **Comité de Notation** sur une échelle de 1 à 6, où 1 représente le score le plus élevé, tandis que 6 représente le score le plus faible.
- La NI.CL est la somme pondérée des 9 Scores, selon la formalisation suivante :

$$NI. CL = \sum_{n=1}^9 W_n \times S_n +/- \text{ajustement}$$



Les Facteurs de Notation Intrinsèque des CL

FNI.CL	Catégories	Nature des facteurs de risque	Acronymes	Pondérations (catégories)	Pondérations Wn (par FNI.CL)	Scores	Scores pondérés
FNI.CL1	FNI.CL Structurels	Structure économique locale	SEL	30%	8%	S1	W1xS1
FNI.CL2		Structure budgétaire	SB		12%	S2	W2xS2
FNI.CL3		Endettement public local	EPL		10%	S3	W3xS3
FNI.CL4	FNI.CL Institutionnels	Stabilité politique	SP	35%	12%	S4	W4xS4
FNI.CL5		Institutions et politiques locales	IPL		13%	S5	W5xS5
FNI.CL6		Propension aux chocs ponctuels	PC		10%	S6	W6xS6
FNI.CL7	FNI.CL Conjoncturels	Situation et politique budgétaires	PB	35%	13%	S7	W7xS7
FNI.CL8		Dépendance fiscale	DF		12%	S8	W8xS8
FNI.CL9		Flexibilité financière	FF		10%	S9	W9xS9
						Score pondéré total	$\sum W_n \times S_n$
						Ajustement	$\pm 20\%$
						Score pondéré total ajusté	$\sum W_n \times S_n \pm 20\%$

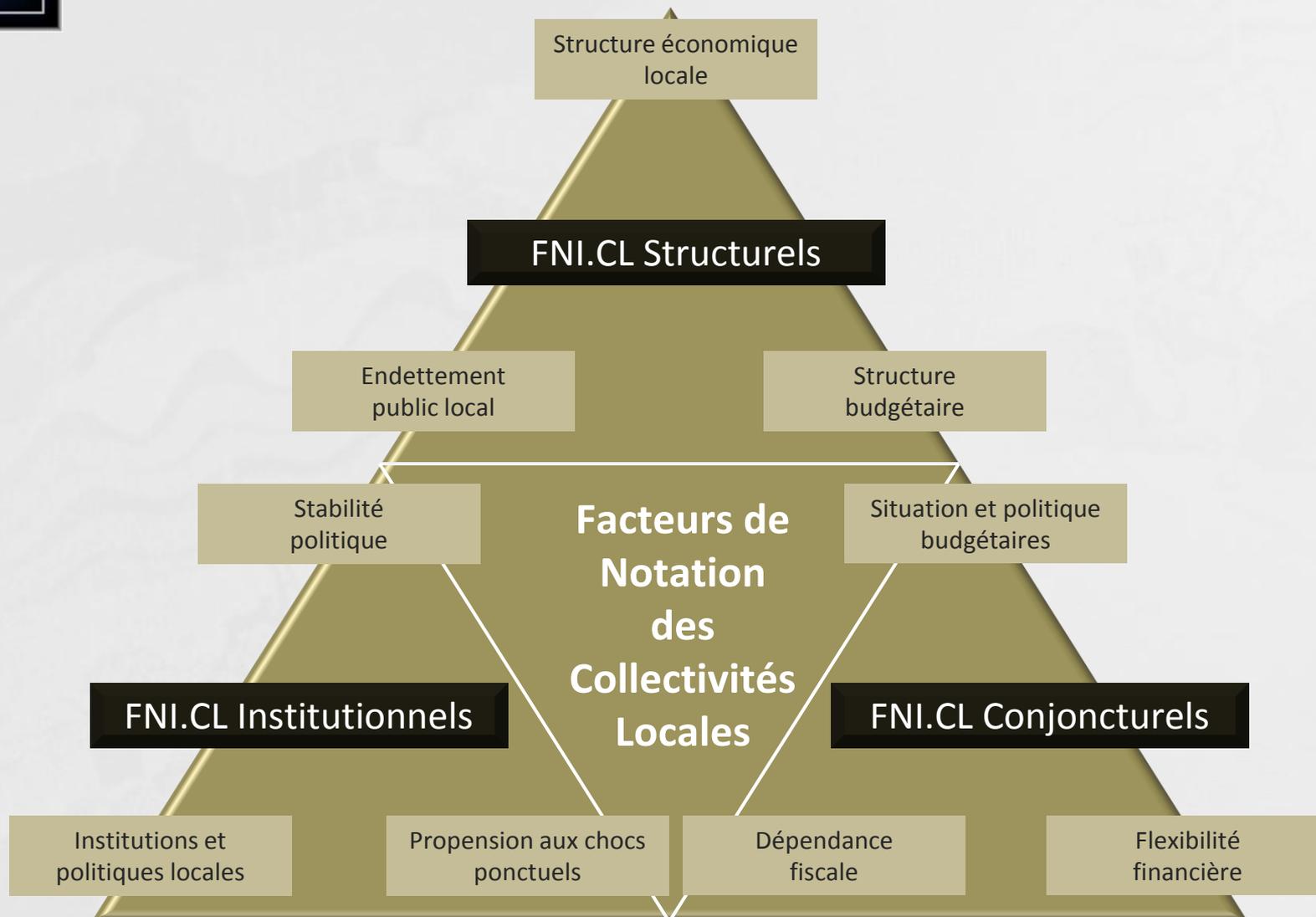


Table de correspondance SPTA-NI.CL

SPTA		NI.CL
De:	A:	(échelle régionale)
1,00	1,24	AAA
1,25	1,49	AA+
1,50	1,74	AA
1,75	1,99	AA-
2,00	2,24	A+
2,25	2,49	A
2,50	2,74	A-
2,75	2,99	BBB+
3,00	3,24	BBB
3,25	3,49	BBB-
3,50	3,74	BB+
3,75	3,99	BB
4,00	4,24	BB-
4,25	4,49	B+
4,50	4,74	B
4,75	4,99	B-
5,00	5,24	CCC+
5,25	5,49	CCC
5,50	5,74	CCC-
5,75	5,99	CC/C



Pyramide «CL» de WARA





FNI.CL1 : Structure économique locale

Facteur structurel

- Le premier des FNI relatifs aux CL capture un élément structurel essentiel, à savoir sa structure économique, assurant la pérennité de ses sources de revenus, essentiellement fiscales.
- La fiscalité locale est en effet très fortement corrélée à la densité de la population locale, elle-même tributaire de foyers d'emplois et donc de l'existence d'activités économiques durables et soutenables.
- WARA insistera donc naturellement sur la taille de la collectivité, sa capacité à attirer sur son territoire des activités économiques diversifiées (i.e. son attractivité), son degré de dépendance vis-à-vis d'un nombre plus ou moins élevé de secteurs et sur la cyclicité de ces derniers.
- De la structure économique locale dépendra la stabilité des ressources budgétaires locales.

SEL mesure la diversité et la soutenabilité de la spécialisation économique d'une collectivité locale, afin d'évaluer la capacité de son tissu économique à générer des ressources fiscales locales durables et stables.



FNI.CL2 : Structure budgétaire

Facteur structurel

- Le deuxième facteur structurel SB répond aux interrogations de WARA quant à la structure du budget de la collectivité locale notée.
- WARA analysera le plus finement possible la composition des ressources et des dépenses budgétaires, afin de comprendre leur degré de cyclicité ou, au contraire, leur pérennité.
- Cette analyse permettra à WARA de construire ses modèles de projections financières et d'anticiper aux mieux les évolutions budgétaires en fonction des choix de politique structurelle décidés par les autorités locales.
- Les tendances remarquables des soldes budgétaires permettront d'interpréter quantitativement l'efficacité des politiques publiques locales et le succès relatif des initiatives structurelles décidées localement.

SB mesure le niveau et la composition des ressources et des dépenses budgétaires locales, elles-mêmes fonctions des politiques structurelles passées ainsi que des orientations stratégiques futures.



FNI.CL3 : Endettement public local

Facteur structurel

- Comme une entreprise ou un Etat souverain, une CL recherche la création de richesse, mais déploie aussi une stratégie financière pour parvenir à ces fins. Le « bilan de la CL » est une bonne approximation des stratégies financières à l'œuvre en vue de la croissance.
- En particulier, WARA insistera sur les niveaux de dettes accumulées pour le déploiement de la politique structurelle de la CL. La dette est un concept relatif : de la dette brute, WARA déduira la valeur nominale des actifs publics pour reconstituer une quantité de dette nette, laquelle sera ensuite rapportée aux autres indicateurs budgétaires et, plus largement, économiques.
- Cela dit, WARA a aussi conscience du fait que les taux d'endettement peuvent varier dans le temps et en tendance, et l'agence sera très attentive à placer ces ratios d'endettement dans un contexte comparatif et temporalisé. Enfin, WARA sait aussi que la nature et la composition de la dette valent tout autant, d'un point de vue analytique, que ses seuls niveaux, même relativisés. Par conséquent, la dette bancaire ne sera pas traitée de la même manière que la dette obligataire, tant et si bien que la dette obligataire sera perçue comme plus sensible que la dette bancaire.

EP mesure le niveau, la composition et les tendances d'endettement qui caractérisent la stratégie financière de la collectivité, en vue du financement des politiques structurelles.



FNI.CL4 : Stabilité politique

Facteur institutionnel

- WARA part du principe théorique et du constat empirique que les CL ne font pas défaut uniquement pour des raisons économiques ou financières, mais aussi suite à des chocs politiques, sociaux, sécuritaires ou militaires. Ce facteur relève essentiellement de composantes institutionnelles.
- Par conséquent, WARA mesurera la stabilité, la légitimité, la soutenabilité et la crédibilité du personnel politique et administratif en place, sans jamais prononcer de jugement de valeur, ce qui n'appartient pas au champ analytique.
- En outre, WARA mesurera le degré d'alternance politique à même de renforcer sa stabilité à long terme, ou au contraire la cristallisation des « rentes politiques » à même de générer des risques de bouleversements soudains.
- Enfin, une mesure possible de ces risques de « combustion » politique réside dans la mesure, forcément qualitative, des violences politiques, en général de nature sécuritaire, mais émanant pour l'essentiel de déséquilibres éco-socio-politiques.

SP mesure le degré de soutenabilité du modèle politique en vigueur dans une CL donnée, au regard de la légitimité de son personnel politique (élu ou pas), de sa capacité à organiser sa propre alternance tout en minimisant les risques de chocs.



FNI.CL5 : Institutions et politiques locales

Facteur institutionnel

- WARA part du principe théorique et pratique que l'institutionnalisation des politiques publiques locales favorise leur stabilité, leur efficacité, leur transparence et leur crédibilité.
- WARA insistera donc naturellement sur la composition et la légitimité du pouvoir exécutif local, de telle sorte à mesurer sa capacité à faire preuve d'efficacité dans la décision publique locale, qu'elle soit de nature économique ou extra-économique.
- En cela, WARA portera une opinion non pas seulement sur le design des politiques économiques, mais sur leur implémentation réelle. Le respect de l'état de droit par les autorités locales, leurs relations avec l'Etat et les institutions centrales, leur degré d'autonomie, la cohérence de leurs choix par rapport à ceux d'autres collectivités voisines ou similaires, l'importance des enjeux politiques locaux au sein du débat public plus largement national seront bien entendu des dimensions essentielles de l'analyse.

IPL mesure la robustesse des institutions encadrant la pratique de l'autorité locale et l'efficacité des actions menées par le pouvoir exécutif local.



FNI.CL6 : Propension aux chocs ponctuels

Facteur institutionnel

- Ce que le facteur PC tendra à capturer, c'est le risque de « combustion » des ratings suite à des chocs subits, ponctuels, rares, mais graves.
- Ces risques sont à la fois endogènes et exogènes, économiques et non-économiques, internes et externes. Ils représentent collectivement la probabilité de survenance d'un événement suffisamment massif pour porter la Notation de la CL d'un niveau donné a priori à une situation de stress élevé a posteriori. Ces événements peuvent être de nature politique (comme une rébellion, un conflit interne ou frontalier), économiques (une crise financière), environnementaux, écologiques ou climatiques (un tremblement de terre, une sécheresse).
- Il va sans dire que ces événements sont difficiles à prévoir, ce que WARA ne cherchera pas à faire. En revanche, WARA mesurera la propension de survenance de ces chocs, au regard des caractéristiques de la CL notée et compte tenu de son environnement, de son histoire, de sa géographie et des tensions qu'il peut subir.

PC mesure le risque de « combustion » des ratings suite à des chocs ponctuels, rares mais intenses, non pas en les prévoyant mais plutôt en modélisant la propension de leur survenance possible.



FNI.CL7 : Situation et politique budgétaire

Facteur conjoncturels

- Au premier rang des facteurs conjoncturels, qui représentent davantage une analyse du « compte de résultats de la CL », se trouve le facteur budgétaire. Le budget de la CL constitue le point d'ancrage principal des mesures quantitatives du risque de défaut.
- L'objectif de cette section analytique est de mesurer le comportement du budget de la CL dans le court terme, en tenant compte des effets de cycle. Parmi ces indicateurs, le solde primaire (c'est-à-dire le solde budgétaire hors intérêt de la dette) mesure la capacité de la CL à dégager un surplus (essentiellement) fiscal par rapport aux dépenses (essentiellement de fonctionnement), afin de couvrir la charge de sa dette.
- Une fois rajoutée la dimension financière inhérente au coût de la dette, le solde budgétaire total est identifié : en excédent, celui-ci permet soit des investissements supplémentaires, soit une réduction des déficits futurs, soit une réduction graduelle du poids de la dette ; en déficit, le solde se doit d'être financé, soit par cession d'actifs, soit par un recours supplémentaire à la dette, et donc à une pression fiscale future.
- Logiquement, WARA s'intéressera donc de très près à la politique fiscale de court terme, comme source majeure de recettes, et à ses effets économiques, tantôt incitatifs, tantôt contraignants pour la création de richesses futures.

PB mesure la pertinence et le calibrage des politiques économiques conjoncturelles de nature budgétaire, ainsi que leurs effets économiques sur la CL.



FNI.CL8 : Dépendance fiscale

Facteur conjoncturels

- Le deuxième temps de l'analyse conjoncturelle consiste à se pencher sur le degré de dépendance du budget local par rapport à des ressources externes, lesquelles ne seraient pas générées directement par la fiscalité locale.
- Une collectivité locale budgétairement dépendante de l'extérieur serait forcément en situation d'hétéronomie politique et par conséquent tributaire de la capacité et de la volonté de son pourvoyeur de fonds d'honorer ses propres obligations financières.
- Par exemple, les transferts de l'Etat, les subventions, les aides, les contributions spéciales, les allocations budgétaires extérieures... sont autant de sources de dépendance et donc de corrélation de la qualité de crédit de la collectivité vis-à-vis d'entités économiques tierces, ce qu'aucun exercice de notation financière ne saurait ignorer.

DF mesure les effets de corrélation de la qualité de crédit de la CL vis-à-vis d'entités économiques tierces, par le canal des contributions budgétaires externes, hors fiscalité locale.



FNI.CL9 : Flexibilité financière

Facteur conjoncturels

- Pour une CL, la notion de flexibilité financière regroupe tous les moyens qu'une CL mobiliser pour recourir à des sources non traditionnelles de financement en cas de besoin.
- Comme toute entité économique, une CL dispose de fonds propres, économiquement définis comme la différence entre la valeur économique de ses actifs publics et la valeur économique de sa dette publique.
- Ce que WARA tente de mesurer, c'est justement la valeur économique des actifs publics locaux, c'est-à-dire leur capacité à générer des rendements fiscaux et non fiscaux futurs, suffisants pour couvrir la charge de la dette.
- Dans le court terme, cette notion regroupe aussi une dimension d'analyse de la liquidité, i.e. la capacité d'une collectivité locale à mobiliser rapidement des sources de financement, soit en ayant recours à des gisements d'endettement de court terme, soit en liquéfiant certains de ses actifs dans un laps de temps très court.

FF mesure tant les fonds propres économiques de la collectivité locale que la liquidité d'actifs et de passifs de son bilan.



La Carte des Scores

- Tous ces **9 FNI.CL** sont répertoriés et reportés dans la **Carte des Scores** de WARA reproduite sur le tableau suivant.
- Les **pondérations** par catégories de score, par scores et par éléments constitutifs de chaque score sont mentionnés explicitement.
- Les analystes de WARA doivent proposer des scores dans les cases bleues, lesquels seront ensuite débattus en **Comité de Notation** et feront l'objet d'un vote par ce même Comité

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE DES COLLECTIVITES		Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS STRUCTURELS		30%	0	0
FNI.CL1	Structure économique locale	SEL	8%	0
	<i>Niveau de richesse</i>		3%	0
	<i>Diversification économique</i>		3%	0
	<i>Volatilité du produit intérieur</i>		2%	0
FNI.CL2	Structure budgétaire	SB	12%	0
	<i>Structure des ressources</i>		5%	0
	<i>Structure des dépenses</i>		4%	0
	<i>Volatilité du solde primaire</i>		3%	0
FNI.CL3	Endettement public	EP	10%	0
	<i>Niveau relatif de la dette publique</i>		4%	0
	<i>Tendance d'endettement de long terme</i>		3%	0
	<i>Composition de la dette publique</i>		3%	0
FACTEURS INSTITUTIONNELS		35%	0	0
FNI.CL4	Stabilité politique	SP	12%	0
	<i>Régime politique</i>		5%	0
	<i>Degré d'alternance</i>		4%	0
	<i>Degré de violence sécuritaire</i>		3%	0
FNI.CL5	Institutions et politiques locales	IPL	13%	0
	<i>Efficacité exécutive</i>		5%	0
	<i>Degré de compétences propres</i>		4%	0
	<i>Transparence et gouvernance</i>		4%	0
FNI.CL6	Propension aux chocs ponctuels	PC	10%	0
	<i>Probabilité des chocs internes</i>		4%	0
	<i>Risques de chocs externes</i>		3%	0
	<i>Risques environnementaux</i>		3%	0
FACTEURS CONJONCTURELS		35%	0	0
FNI.CL7	Situation et politique budgétaires	PB	13%	0
	<i>Solde primaire</i>		5%	0
	<i>Solde budgétaire total</i>		5%	0
	<i>Qualité des politiques fiscales</i>		3%	0
FNI.CL8	Dépendance fiscale	DF	12%	0
	<i>Transferts de ressources</i>		4%	0
	<i>Ressources propres</i>		4%	0
	<i>Contraintes juridiques</i>		4%	0
FNI.CL9	Flexibilité financière	FF	10%	0
	<i>Passifs contingents</i>		3%	0
	<i>Ressources alternatives</i>		4%	0
	<i>Liquidité</i>		3%	0
			SCORE PONDÉRÉ TOTAL	0
			AJUSTEMENT	0
			SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ	0
			NOTATION INTRINSÈQUE	



Les Facteurs de Support Externe (FSE): Systémiques Nationaux

Support Externe Parental:

$$NC = NI.CL + FSE.Sn$$

NC: *Notation de Contrepartie*

FSE.Sn: *Facteurs de Support Externe Systémiques Nationaux*



Importance systémique de la CL

Degré d'importance systémique	Définitions
Elevé	Les CL considérées comme étant caractérisées par un degré élevé d'importance systémique ont typiquement une population qui représente plus de 5% de la population nationale. Le plus souvent, les grandes villes, les régions les plus peuplées, les zones à forte concentration d'activités économiques font aussi partie de cette catégorie
Moyen	Les CL considérées comme étant caractérisées par un degré moyen d'importance systémique ont typiquement une population comprise entre 1% et de moins de 5% de la population nationale. Ce sont en général de grandes villes de province, des régions économiquement denses sans être essentielles, des zones périphériques mais politiquement importantes.
Faible	Les CL considérées comme étant caractérisées par un degré faible d'importance systémique ont typiquement une population inférieure à 1% de la population nationale. Ce sont en général des CL de petite taille, en général de petite taille, économiquement peu significative et politiquement dénuées d'enjeux.



Matrice de support des CL

(Nombre de crans <i>maximaux</i> de Support Systémique National)		PROPENSION AU SUPPORT		
		Elevée	Moyenne	Faible
IMPORTANCE SYSTEMIQUE DE LA COLLECTIVITE LOCALE	Elevée	+5	+4	+3
	Moyenne	+4	+3	+2
	Faible	+3	+2	+1



Synthèse: inclusion des éléments de support national

Notation Intrinsèque	NI.CL	
Support systémique		
Souverain		
Notation souveraine		
Importance Systémique (nationale)	I-Syst	
Propension au Support	PS	
Facteur de Support Externe - Systémique national	FSE.Sn	
Notation de Contrepartie	NC	

Pour référence: Plafond National



Neuvième section



Les cas particuliers



Liste des cas particuliers

- Fonds de Garantie
- Banques Multilatérales de Développement
- Entreprises Publiques
- PME-PMI
- Dettes subordonnées et sécurisées
- Comment percer les plafonds souverains?



Les Fonds de Garantie

- Les **FoGar** seront notés par WARA selon la Méthodologies applicables aux institutions financières pour leur Notation Intrinsèque.
- En revanche, pour parvenir à la Notation de Contrepartie, WARA se donne le loisir de **diverger de sa Matrice de Support Systémique National**, en rajoutant des crans de support supplémentaires.
- En effet, un FoGar est souvent caractérisé par une spécificité triple :
 - i) son **actionnariat majoritairement public** ;
 - ii) sa **nature systémiquement importante** ; et
 - iii) sa **mission de service public et de politique économique** en matière stabilisation financière.
- **WARA peut rajouter jusqu'à 2 crans de support supplémentaires par rapport aux règles** de la Matrice de Support Systémique National.
- *Par exemple, une Banque systémiquement importante dans un pays à Propension au Support faible ne peut recevoir que **2 crans** de support systémique ; un FoGar dans le même pays pourra recevoir jusqu'à **4 crans** de support systémique pour en déduire sa Notation de Contrepartie.*



Les Banques Multilatérales de Développement (BMD)

- Les **BMD** seront notées par WARA selon la Méthodologie applicable aux institutions financières pour leur Notation Intrinsèque. En revanche, pour parvenir à la Notation de Contrepartie, WARA se donne le loisir de **diverger de sa Matrice de Support Systémique National**, en rajoutant des **crans de support supplémentaires**.
- En effet, une BMD est souvent caractérisée par plusieurs des spécificités suivantes :
 - ✓ L'objectif premier de la BMD **n'est pas la maximisation du profit**, mais plutôt l'optimisation du bilan, dans la perspective du développement économique et de ses missions de service public;
 - ✓ Ces **objectifs de service public** comportent des risques spécifiques (comme une activité de crédit ou de garantie dans des zones géographiques, sur des maturités ou à des débiteurs auxquels les Banques commerciales ne s'intéressent pas, en général);
 - ✓ Un **soutien actionnarial**, souvent public, par le biais d'un accès à des ressources financières contingentes (comme du capital callable) et des contributions futures potentielles;
 - ✓ Son statut de **créancier privilégié**;
 - ✓ Son caractère souvent **non régulé**.



Les Banques Multilatérales de Développement (BMD)

- Si une institution financière répond à la plupart de ces critères, elle sera considérée par WARA comme une **BMD**.
- Dans ce cas, les **Facteurs de Support Externe** lui seront spécifiques, et calibrés en fonction de deux critères :
 - i) la proportion de **capital libéré** par rapport à la quantité de capital callable (« Capital libéré ») ; et
 - ii) la proportion de **souverains notés « AA- » ou plus** parmi les actionnaires de la BMD (« Souverains AA/AAA »). De toute évidence, la NC de la BMD ne sera contrainte par aucun plafond national et pourra, dans certains cas être de « AAA ».



Matrice de support externe pour les BMD

BMD: Nombre de crans de Support Externe		SOUVERAINS AA/AAA		
		<20%	20%-50%	>50%
CAPITAL LIBÉRÉ	>50%	+2	+4	+6
	20%-50%	+4	+6	AAA
	<20%	+6	AAA	AAA



Les Entreprises Publiques

- Les **Entreprises Publiques** (EP) sont définies comme des entreprises industrielles, commerciales ou administratives disposant d'un actionnariat public.
- Du point de vue de WARA, il existe deux types d'EP : i) **les EP qui n'ont pas de rôle de service public** ; et ii) **les EP disposant d'un mandat de service public**, voire d'un rôle de politique de politique économique.
- Les EP fonctionnant sur un mode privé seront notées par WARA selon la méthodologie standard. En revanche, **les EP disposant d'un rôle de service public ou d'un mandat de politique économique seront sujettes à des ajustements méthodologiques.**
- Ces ajustements ne touchent pas l'évaluation par WARA de la NI.C de l'EP, mais uniquement les règles d'incorporation dans la NC des Facteurs de Support Externes.
- Compte tenu du fait que l'EP est la propriété au moins partielle de l'Etat, directement ou indirectement, WARA estime que les règles standards de support ne sont pas directement applicables aux EP éligibles.
- Par conséquent, WARA applique **d'autres critères moins conservateurs pour ces EP**, selon les modalités décrites sur la page suivante.



Matrice de support des Entreprises Publiques

Degré d'importance stratégique de l'EP	Définitions	Support parental maximum	Plafond pour la NC si NI.C<NS*	Plafond pour la NC si NI.C>NS
Elevé	L'EP est une composante essentielle de la politique économique de l'Etat. Sa mission de service public a une importance élevée. L'EP représente une part significative du budget de l'Etat.	+ 6 crans	NS*	PN**
Moyen	L'EP est une composante importante, mais pas essentielle, de la politique économique de l'Etat. Sa mission de service public a une importance moyenne. L'EP représente une part matérielle, mais pas significative, du budget de l'Etat.	+ 4 crans	NS	PN
Faible	L'EP est une composante mineure de la politique économique de l'Etat. Sa mission de service public a une importance faible. L'EP représente une part insignifiante du budget de l'Etat.	+ 2 crans	NS	PN

* *NS: Notation souveraine*

** *PN: Plafond National*

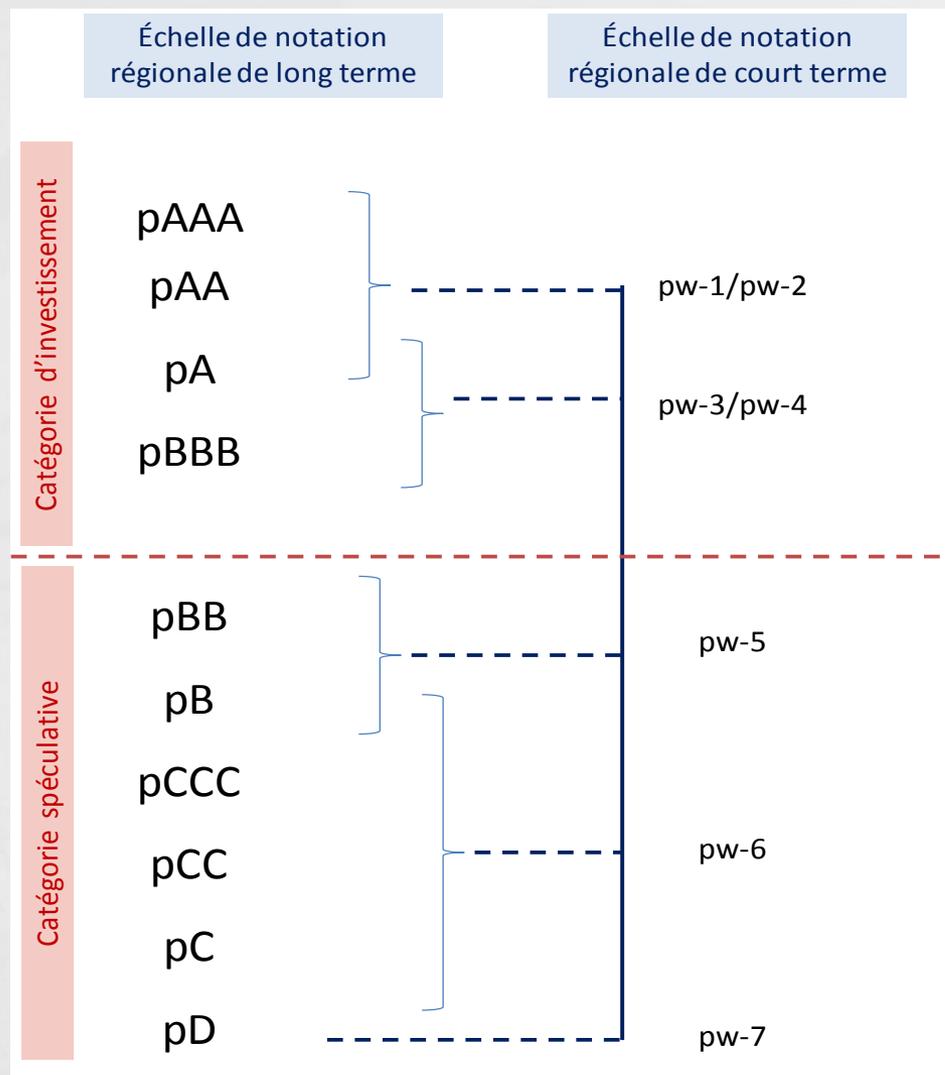


Les PME-PMI

- D'un point de vue méthodologique, les PME sont sujettes à la même approche que les autres Corporates. Selon la définition de WARA, les PME sont les Corporates dont le chiffre d'affaires ne dépasse pas **€20 millions**.
- Cela dit, WARA estime qu'il sera difficile, au sein d'une catégorie de notre donnée (par exemple la catégorie « BB ») de distinguer de manière claire celles des PME qui seraient notées « BB- » de celles qui recevraient la note de « BB+ ».
- En effet, WARA estime que l'information en provenance des PME tend à être parcellaire, entachée d'imperfections et donc d'un degré de fiabilité moindre que celle fournie par les entreprises davantage institutionnalisées.
- Dans cette perspective, WARA fournira des **Notations de Catégorie** aux PME, selon l'Echelle de Notation Simplifiée suivante, en utilisant le préfixe « p » pour signifier la Notation en catégorie des PME.
- Par essence, l'**Echelle de Notation Simplifiée** de WARA est une échelle de Notation en devise régionale.



Les PME-PMI: échelle de notation simplifiée





Dettes subordonnées et sécurisées

- Les émetteurs notés par WARA pourraient être amenés à émettre des **dettes sécurisées** (c'est-à-dire adossées à des actifs) ou au contraire **subordonnées** (c'est-à-dire non prioritaires en cas de liquidation).
- Quelles que soient les catégories de dettes émises, les probabilités de défaut sont sensiblement équivalentes, mais les **Pertes Sachant Défaut** sont plus faibles dans le cas des dettes sécurisées que dans celui des dettes senior non collatéralisées, et plus élevées dans le cas des dettes subordonnées que dans le cas des dettes senior non collatéralisées.
- Comme WARA note la **Perte Attendue** et pas la Probabilité de Défaut *stricto sensu*, il nous appartient de refléter cette distinction dans la **Notation des Dettes Sécurisées** (ND.Sec) et dans la **Notation des Dettes Subordonnées** (ND.Sub).
- En outre, il apparaît que les Pertes Sachant Défaut sont croissantes avec les Probabilités de Défaut.
- Par conséquent, WARA adopte une approche différenciées des ND.Sec et ND.Sub en fonction de la position de la NC dans le continuum de l'Echelle de Notation, **en distinguant les NC en catégorie d'investissement des NC en catégorie spéculative**.



Dettes subordonnées et sécurisées

Notation (maximale) des émissions	$NC \geq BBB-$	$NC \leq BB+$
Sécurisation forte	ND.Sec = NC + 3 crans	ND.Sec = NC + 2 crans
Sécurisation faible	ND.Sec = NC + 1 cran	ND.Sec = NC + 1 cran
Non sécurisée Non subordonnée	NC	NC
Subordination faible	ND.Sub = NC - 1 cran	ND.Sub = NC - 2 crans
Subordination forte	ND.Sub = NC - 2 crans	ND.Sub = NC - 3 crans



Comment percer les plafonds souverains?

- Il existe des situations où une entité sub-souveraine pourrait recevoir une Notation de Contrepartie **supérieure au Plafond National** {PN} ou **au Plafond Régional** {PR} (pour ce dernier, en devise internationale, bien entendu).
- Ces conditions sont les suivantes :
 - ✓ Une **lettre de garantie** en provenance du parent, considérée comme suffisamment robuste pour autoriser la NC à « percer » les plafonds.
 - ✓ Une **ligne de liquidité en devises internationales**, considérée par WARA comme suffisamment robuste pour s'abstraire des risques de non-transfert nationaux et régionaux, et autorisant la NC en devises internationales à dépasser « iBBB ». Dans ce cas, la NC en devise régionale reste évidemment à AAA, mais la NC en devise internationale peut se délester de la contrainte du plafond. Ces situations seront rares.
 - ✓ Une **présence internationale suffisamment significative** pour s'abstraire des conditions économiques nationales ou même régionales. Dans ce cas, WARA estimera la proportion des revenus de l'entité dérivés d'activités internationales. Si ces revenus sont supérieurs à 75%, alors WARA peut assigner des NC qui seraient supérieures tantôt au PN en devise régionale, tantôt au PR en devise internationale.



Dixième section

10

Faire usage des **garanties** à partir des Notations



La cadre conceptuel général

- Soit un **Garant**, et une **Entité** dont la dette est garantie par le Garant.
- $P(G)$ est la Probabilité que le Garant fasse défaut; $P(E)$ est la Probabilité que l'Entité fasse défaut. Autrement dit, « G » est l'événement « *le Garant fait défaut* », tandis que « E » est l'événement « *l'Entité fait défaut* ».
- Ce qui nous intéresse, c'est le risque pour l'investisseur sachant qu'il y aura un degré de support « S » apporté par le Garant à l'Entité, ce qui s'écrit:

$$P(E \text{ et } G | S) = (1 - S) \times P(E) + S \times P(E \text{ et } G)$$

- Cela dit, l'événement « E et G », à savoir « le Garant et l'Entité font défaut en même temps » dépend du degré de Dépendance « D » entre le Garant et l'Entité:

$$P(E \text{ et } G) = D \times P(G) + (1 - D) \times P(E) \times P(G)$$



La formalisation complète

- $P(G)$: Probabilité que le Garant fasse défaut
- $P(E)$: Probabilité que l'Entité fasse défaut.
- S : Support (en %) apporté par le Garant à l'Entité
- $P(E \text{ et } G)$: Probabilité que le Garant et l'Entité fasse défaut en même temps
- D : taux de Dépendance (en %) entre le Garant et l'Entité

$$P(E \text{ et } G | S) = (1 - S) \times P(E) + S \times [D \times P(G) + (1 - D) \times P(E) \times P(G)]$$



Un exemple

$$P(E) = 18.13\%$$

$$P(G) = 0.35\%$$

$$S = 50\%$$

$$D = 80\%$$

$$P(E \text{ et } G) = D \times P(G) + (1 - D) \times P(E) \times P(G)$$

$$= 0.8 \times 0.35\% + 0.2 \times 18.13\% \times 0.35\%$$

$$= 0.29\%$$

$$P(E \text{ et } G | S) = (1 - S) \times P(E) + S \times P(E \text{ et } G)$$

$$= 0.5 \times 18.13\% + 0.5 \times 0.29\%$$

$$= 9.21\%$$

Ce qui correspond à une Notation de BB-.

Pour atteindre BBB-, il faut environ 85% de garantie.

RATING	PD
AAA	0.00%
AA+	0.02%
AA	0.05%
AA-	0.10%
A+	0.19%
A	0.35%
A-	0.54%
BBB+	0.83%
BBB	1.20%
BBB-	2.38%
BB+	4.20%
BB	6.80%
BB-	9.79%
B+	13.85%
B	18.13%
B-	24.04%
CCC+	32.86%
CCC	43.88%
CCC-	66.24%

Garant

Entité



Quantité de garantie à **D=100%**

Si **D= 1**, $P(E \text{ et } G | S) = (1 - S) \times P(E) + S \times D \times P(G) = (1 - S) \times P(E) + S \times P(G)$

Sachant $P(E)$ et $P(G)$, quelle quantité de support S pour que l'investisseur prenne un risque en grade d'investissement, i.e. $P(E \text{ et } G | S)=2.38\%$ (équiv. à BBB-)?

Le tableau suivant donne les réponses:

		P(G)										
		D=1	BBB-	BBB	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
P(E)	BB+	51%	31%	27%	25%	24%	23%	23%	22%	22%	22%	22%
	BB	80%	63%	59%	56%	55%	54%	53%	52%	52%	52%	52%
	BB-	88%	76%	73%	71%	69%	68%	68%	67%	67%	67%	67%
	B+	93%	84%	82%	80%	79%	78%	77%	77%	77%	77%	77%
	B	95%	88%	86%	85%	84%	83%	83%	83%	82%	82%	82%
	B-	96%	91%	90%	89%	88%	87%	87%	87%	87%	87%	87%
	CCC+	97%	94%	93%	92%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	90%
	CCC	98%	96%	95%	94%	94%	93%	93%	93%	93%	93%	93%
	CCC-	99%	97%	97%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%



Quantité de garantie à **D=20%**

Si **D= 0.2**, $P(E \text{ et } G | S) = (1 - S) \times P(E) + S \times [0.2 \times P(G) + 0.8 \times P(E) \times P(G)]$

Sachant $P(E)$ et $P(G)$, quelle quantité de support S pour que l'investisseur prenne un risque en grade d'investissement, i.e. $P(E \text{ et } G | S)=2.38\%$ (équiv. à BBB-)?

Le tableau suivant donne les réponses:

		P(G)										
		D=0.2	BBB-	BBB	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
P(E)	BB+		25%	24%	23%	23%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
	BB		57%	55%	54%	53%	53%	52%	52%	52%	52%	52%
	BB-		72%	69%	68%	68%	68%	67%	67%	67%	67%	67%
	B+		81%	79%	78%	78%	77%	77%	77%	77%	77%	77%
	B		86%	84%	84%	83%	83%	83%	82%	82%	82%	82%
	B-		90%	89%	88%	88%	87%	87%	87%	87%	87%	87%
	CCC+		94%	92%	92%	91%	91%	91%	91%	91%	90%	90%
	CCC		96%	94%	94%	94%	93%	93%	93%	93%	93%	93%
	CCC-		98%	97%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%



Proposition de calibrage de D

Les **Ratios de dépendance** entre *Garants* et *Entités garanties* dépendront de la nature de ces deux types d'institutions, selon les fourchettes de calibrage suivantes, *a priori*:

		GARANT			
Ratio de dépendance		BMD	IF	Souverain	FoGar
GARANTI	Banque	20%-50%	70%-100%	70%-100%	50%-100%
	CdA	20%-50%	70%-100%	70%-100%	50%-100%
	Corporate (GE)	20%-50%	70%-100%	70%-100%	50%-100%
	Corporate (PME)	10%-30%	50%-70%	50%-70%	30%-70%

BMD: Banques multilatérales de développement; IF: Institutions financières, FoGar: Fonds de garanties; CdA: Compagnies d'assurance; GE: Grandes entreprises; PME: Petites et moyennes entreprises



« Avec WARA, maîtrisez vos risques »

Anouar Hassoune

Membre du Conseil d'Administration
Président du Groupe «Normes & Méthodes»
WARA

