

CREDIT RISK MANAGEMENT BEYOND NUMBERS



LA NOTATION DES ÉTABLISSEMENTS PUBLICS

BLOOMFIELD RATINGS

Tel: +(225) 22-54-84-40

www.bloomfield-investment.com / info@bloomfield-investment.com

Siège Social : Bloomfield House, Riviera 3- Rue E 104

06 BP 1888 ABIDJAN 06, COTE D'IVOIRE

1 Critères de notation des entités du secteur public (ESP)

Nous retiendrons ici une définition du secteur public spécifique à la notation : sera incluse dans le champ de cette méthodologie toute entité susceptible de recevoir un soutien financier extraordinaire (en cas de défaillance) de la part d'une collectivité publique.

Ce soutien peut être justifié dans un certain nombre de facteurs, tels que le statut de l'entité, son importance dans la conduite de missions de service public, son rôle central dans l'économie locale, les conséquences qu'aurait sa défaillance en matière de réputation sur les marchés financiers pour la collectivité publique, etc.

La probabilité de défaut associée à une telle entité sera donc fonction de plusieurs éléments :

- La probabilité que l'entité ait besoin d'un soutien extraordinaire (probabilité de défaillance hors soutien); cette indication est donnée par la notation << stand alone >> de l'ESP.
- La probabilité que ce soutien soit déclenché par la puissance publique (probabilité de déclenchement).
- L'adéquation de ce soutien au besoin constaté (en supposant le soutien déclenché, sera-t-il d'une ampleur suffisante ?); cette indication est fournie par deux clés : la notation de la collectivité publique (qui intègre l'importance relative du besoin de soutien par rapport à la capacité financière de la collectivité) et la corrélation des moments de défaut entre le << stand alone >> de l'ESP et la collectivité publique.
- La ponctualité de ce soutien.

Les déterminants de ces éléments doivent être analysés un par un, puis mis en perspective afin de construire l'opinion de crédit. Il est impératif de mener cette analyse dans une dimension prospective, c'est-à-dire de juger chaque élément en se projetant sur l'horizon temporel de notation. Par exemple, si le soutien est avant tout lié au statut de l'ESP, il convient de s'interroger sur la pérennité de ce statut, et la probabilité que l'entité notée voie son statut modifié.

1.1 Probabilité de défaillance hors soutien

L'analyste de Bloomfield Investment mesure la capacité de l'ESP à faire face à ses échéances financières sans aide extraordinaire. Cela signifie que les aides structurelles (subventions régulières ou compensations pour missions de service public) ne sont pas considérées comme extraordinaires et ne doivent pas être déduites. Par exemple, un exploitant de réseau de transport urbain (société d'économie mixte ou établissement public) peut recevoir des transferts financiers de manière structurelle, en raison de la nécessité de fixer le prix des titres de transport en dessous du coût de revient afin de développer l'usage des transports en commun.

Bloomfield Investment appréciera la solvabilité d'une telle ESP en incluant ces subventions dans les recettes et en les considérant comme pérennes (sous réserve de l'engagement de la capacité de la puissance publique à les maintenir). Il est important de noter qu'une activité structurellement déficitaire (comme le transport urbain ou l'aide sociale) ne sera pas synonyme de probabilité de défaillance élevée.

Au contraire, un satellite sous perfusion publique sera généralement bien surveillé, et ses moyens courants bien ajustés à son besoin de financement. Une activité autosuffisante (petit producteur distributeur local d'énergie par exemple) peut en revanche connaître un choc externe (renchérissement de ses coûts d'approvisionnement, accident ou litige) qui mettrait son équilibre en péril.

La probabilité que l'ESP ait besoin d'un soutien extraordinaire sera jugée par le biais de critères classiques d'analyse financière (perspectives de croissance, maîtrise des coûts, taux d'endettement, ratios de couverture du service de la dette, capacité à moduler les recettes, projections d'investissement, etc.).

Cette analyse tient compte du secteur d'intervention de l'ESP et peut impliquer l'intervention d'analystes étrangers au secteur public. Ainsi, une banque municipale ou régionale s'inscrit dans une logique pour partie concurrentielle et son risque de défaillance (hors soutien public) sera analysé dans ce cadre par une équipe de spécialistes du risque bancaire.

1.2 Probabilité de déclenchement du soutien

L'évaluation du soutien en cas de défaillance est la partie la plus ardue de l'exercice. On peut qualifier l'engagement de la collectivité publique à soutenir une ESP selon deux catégories : d'une part une obligation légale ou contractuelle, d'autre part une obligation morale ou politique. Une aide extraordinaire, même prévue par la loi ou un statut, ne saura être assurée sur le long terme si elle contrevient aux dispositions légales de rang supérieur.

Aussi avant toute chose l'analyste de Bloomfield Investment vérifie que l'hypothèse d'un sauvetage financière n'est pas en violation des règlements applicables. Ainsi, dans certains pays, il peut être interdit au mandant (qu'il s'agisse d'un état souverain ou d'une collectivité locale) de soutenir directement une catégorie particulière d'ESP.

En présence d'une obligation légale (la loi ou le statut de l'entité prévoient un soutien en cas de défaillance de l'ESP) ou contractuelle (garantie, lettre de confort) l'analyste évalue la portée concrète de l'obligation. S'agit-il d'une garantie inconditionnelle, générale et irrévocable et à première demande?

Si le soutien n'est pas de nature positive et objective, il résulte d'un engagement moral de la collectivité à soutenir l'ESP (annonce publique, indication confidentielle) ou de la présomption légitime par l'analyste d'un tel engagement). Afin d'évaluer le degré d'engagement de la collectivité, l'analyste s'appuiera sur les critères suivants :

- Le degré de contrôle par le mandant se traduit par le mode de désignation des responsables de l'ESP, la direction /le ministère de rattachement (ex. : ministère de Finances, autre ministère <<technique>>), les procédures budgétaires et financières (approbation des comptes, autorisation d'emprunts), la détermination et l'exécution des orientations stratégiques et l'existence de procédures d'audits officiels.

- L'importance stratégique est évaluée à partir de la nature des services fournis par l'ESP : services publics essentiels ou missions socialement importantes (ex : logement social), dont l'interruption ou la suspension peut avoir un impact sur les recettes du mandant ou d'importantes conséquences sociales ou politiques. La probabilité de soutien est jugée également forte pour les ESP qui mettent en œuvre d'importants projets d'équipement pour le compte de leur mandant. Fitch évalue systématiquement les intentions du mandant en ce qui concerne la poursuite/continuité des services fournis par l'ESP et la protection des créanciers de L'ESP.
- L'intégration de l'ESP dans l'organisation du mandant révèle sa proximité avec le niveau de décision politique. Ceci inclut : le degré de consolidation des comptes de l'ESP avec ceux de son mandant ; l'existence d'un lien juridique direct ou indirect entre l'ESP et son mandant ; la manière dont l'ESP est financée (ESP <<autosuffisante>> financée par son activité, ou bien financée par des subventions du mandant) ; et le statut du personnel de l'ESP (fonctionnaires ou employés dans le cadre de contrats de droit privé).
- Le degré d'appartenance de l'entité au secteur public ; son statut (création par une législation spécifique ? modification possible de son statut juridique ?) ; la probabilité d'un changement de statut à court terme (par exemple, risque de privatisation ou changement possible d'objet social suite à un changement de gouvernement) ; l'assujettissement de l'ESP aux dispositions réglementaires régissant les sociétés privées (procédures de faillite).

1.3 Adéquation du soutien au besoin potentiel

Il ne suffit pas de mesurer la probabilité de soutien effectif. En effet, la portée du soutien dépend de son adéquation au besoin. En clair, la collectivité a-t-elle les moyens de faire face aux engagements de l'ESP si celle-ci n'y pourvoit plus ? Cette capacité est appréciée à travers trois éléments :

- La note de la collectivité publique témoigne de sa solvabilité donc de sa capacité à absorber un choc externe. En principe cette note intègre les risques hors bilan, dont l'éventuelle nécessité de secourir les satellites. On vérifiera néanmoins la dimension relative de l'ESP considéré par rapport à celle de la collectivité. Ainsi, on veillera à ne pas considérer comme naturel qu'une petite collectivité vienne se substituer à une grosse société dont elle est garante ou actionnaire et protectrice : si les capacités d'épargne potentielles (après utilisation de la marge de manœuvre fiscale) de la collectivité sont largement insuffisantes pour honorer le service de la dette de l'ESP, sa meilleure volonté ne suffira pas à réussir le sauvetage envisagé.
- La corrélation des moments de défaut entre la collectivité et l'ESP permet d'apprécier le risque qu'en cas de défaillance de l'ESP, la collectivité elle-même soit en situation de défaut (hors effet de l'un sur l'autre). Cette étude permet notamment de vérifier que les raisons pouvant conduire l'ESP aux difficultés financières qui rendaient nécessaire son sauvetage (choc externe, dégradation des termes de l'échange, etc.) n'ont pas provoqué les mêmes difficultés, dans le même temps, au sein de la collectivité. Ainsi une banque locale qui serait mise à mal par des sinistres économiques locaux de grande ampleur (faillites des principales entreprises industrielles du canton) ne pourrait sans doute guère compter sur le soutien effectif de la collectivité de rattachement si celle-ci reposait sur les mêmes entreprises industrielles pour assurer ses recettes fiscales, les pertes financières de l'une et les pertes fiscales de l'autre étant causées par les mêmes événements.

1.4 Ponctualité du soutien

La dernière composante du risque de défaut associé ESP/collectivité est la ponctualité du sauvetage. Ayant considéré la probabilité que le soutien soit nécessaire, déclenché et effectivement apporté en quantité suffisante, reste à vérifier que les fonds débloqués le sont assez rapidement pour éviter le défaut de paiement. Cette considération s'applique aux mécanismes pratiques mis en œuvre pour conduire le sauvetage. La décision de déclencher le soutien relève-t-elle du pouvoir de délibérant (est-il nécessaire de procéder à un vote, et si oui, en assemblée plénière, en bureau restreint, etc. ?) ou de l'administration (une autorisation de l'exécutif est-elle requise, ou existe-t-il une délégation ?). En résumé, comme dans le traitement préventif de tout sinistre, l'analyste doit établir le plan d'urgence et son calendrier.

Une fois évalués tous ces facteurs, il convient d'en déduire la note applicable à l'ESP, à travers une combinaison méthodologique qui doit pondérer et articuler les différents éléments.

2, La combinaison des facteurs : approches<<notching>>ou modèle intégré

2.1 L'approche modulation ou << notching >>

L'approche du soutien extraordinaire en matière de notation ne se limite pas aux entités du secteur public, même si c'est là qu'elle trouve sa pleine expression. Elle peut être étendue aux banques et aux entreprises (qui peuvent bénéficier du soutien de leurs maisons mères, voire d'un soutien mutuel ou de l'Etat dans certains contextes). Cette approche s'est principalement traduite par le <<notching>>, c'est à dire l'action de faire varier une note existante, servant de référence, à la hausse ou à la baisse en fonction de divers facteurs.

Si, après avoir étudié les différents éléments du soutien décrits ci-dessus, on considère que le soutien est très probable, et qu'en définitive la probabilité de défaut de l'ESP ne s'écartera pas sensiblement de celle de la collectivité publique dont elle dépend, c'est la note du soutien qui sert de référence, et l'on déduira un certain nombre de crans de cette note (<<notching down>>) pour établir celle de l'ESP. En présence d'une garantie irrévocable, illimitée et à première demande, avec certitude que la ponctualité du soutien ne sera pas entravée, la note de l'ESP est établie au même niveau que celle de la collectivité publique de rattachement.

□ Le cas des établissements publics (EP)

Bloomfield Investment, estime que les établissements publics nationaux qu'ils soient administratifs (EPA) ou industriels et commerciaux, (EPIC) bénéficient d'une garantie implicite de l'Etat sur leur solvabilité, puisque l'Etat est le responsable ultime de leurs engagements. En cas de défaillance d'un EP vis-à-vis de ses créanciers ou bien si les prévisions budgétaires laissant apparaître qu'un EPA ne pourrait faire face à tous ses engagements, l'Etat serait tenu de lui en fournir les moyens adéquats. En cas de fermeture ou/au terme de sa mission ses actifs et ses dette son dévolus à l'État. Combinée à une garantie implicite de liquidité fournie par le recours possible aux avances spéciale du Trésor, cette garantie de solvabilité permet de conclure que tant qu'ils bénéficient de ce statut protecteur, les EP ont une qualité de crédit égale à celle de l'Etat lui-même ou sa capacité à lever des fonds sur le marché. Cette analyse n'est cependant pas figée et ne doit plus être appliquée dès qu'un sérieux doute apparait quant au maintien à moyen terme du statut d'EP.

Lorsque que le soutien est possible mais pas évident, on choisit généralement le <<notching up>>. La note de référence est celle de l'entité elle-même (note <<stand alone >>), et le notching consiste à élever la note de l'entité pour y intégrer le soutien potentiel qu'elle peut recevoir et qui viendra diminuer la probabilité de défaut de l'entité.

Le nombre de crans (<<notches>>) de variation est établi en fonction de la force du soutien (élévation) ou au contraire des doutes qui subsistent sur son potentiel (abaissement). Cette méthode est intuitive et aisément appliquée lorsque le soutien est clair (notching down) ou non déterminant (un ou deux crans au-dessus de la note de l'ESP).

Mais elle présente l'inconvénient majeur de ne pas réellement couvrir les situations extrêmes (par exemple une ESP fragile avec soutien modéré d'une collectivité très bien notée). Il est en effet peu probable que Bloomfield Investment applique un fort notching-up (plus de 3 crans) au-dessus de la (faible) note de référence de l'ESP.

2.2 Le modèle intégré : l'analyse du défaut conjoint

On peut envisager, de déduire la note de l'ESP d'un produit mêlant les différentes composantes étudiées ci-dessus. Cette méthode, Bloomfield Investment l'appelle <<intégrée>> car elle incorpore dans une seule formule les divers paramètres, présente au moins deux avantages et un inconvénient.

Au rang des avantages, on peut citer la transparence (une fois chacun des facteurs étudiés, la note finale de l'ESP apparaît assez clairement justifiée) et la granularité (la combinaison des facteurs peut placer, sans rupture, la note tout au long de l'échelle de notation). Par exemple, une ESP très fragile, bénéficiant d'un soutien modéré d'une collectivité publique très bien notée, avec laquelle il existe peu de corrélation des moments de défaut, pourra obtenir une note en milieu-haut d'échelle.



C R E D I T M A N A G E M E N T B E Y O N D N U M B E R S
