

CREDIT FOCUS

Rate this Research



Agence France Locale: Émergence d'un nouvel acteur du financement du secteur public local français

Version française de « [Agence France Locale: A New Bank Emerges in France's Public-Finance](#) »

RATINGS

Agence France Locale

LT Issuer Rating	Aa2/NEG
ST Issuer Rating	Prime-1
BCA/Adjusted BCA	a3/a3

Analyst Contacts:

PARIS +33.1.7070.2229

Yasuko Nakamura +33.1.5330.1030
Vice President - Senior Analyst
yasuko.nakamura@moodys.com

Alain Laurin +33.1.5330.1059
Associate Managing Director
alain.laurin@moodys.com

MADRID +34.91.768.8200

Sebastien Hay +34.91.768.8222
Vice President - Senior Credit Officer
sebastien.hay@moodys.com

PARIS +33.1.7070.2229

Nicholas Hill +33.1.5330.1029
Associate Managing Director
nick.hill@moodys.com

Le secteur public local crée en France son propre instrument de financement

Nouvel acteur du secteur bancaire, l'Agence France Locale (AFL ; Aa2 / Aa2, perspective négative, a3)¹ est détenue par des collectivités territoriales françaises et a vocation à les financer². Elle a été créée à la suite de la faillite de Dexia Crédit Local (DCL ; Baa3 / Baa3, perspective stable, b2).

Dans le futur l'AFL devrait présenter de solides fondamentaux et des structures rigoureuses en matière de gouvernance constituant une base solide de fonctionnement. De même, nous estimons l'AFL en mesure de pérenniser ses activités d'octroi de crédit, d'assurer la solidité de sa structure de financement de même qu'un niveau satisfaisant de solvabilité sous réserve du respect de ses procédures de fonctionnement et règles internes.

L'AFL est néanmoins confrontée à certains risques que des entités nouvellement créées sont susceptibles de rencontrer, le soutien financier et le ferme soutien politique de ses membres permettant toutefois d'atténuer le risque qu'elle ne parvienne pas à se développer. Les créanciers de l'AFL bénéficient d'une garantie conjointe et solidaire explicite en vertu de laquelle les membres - à savoir des collectivités territoriales françaises - sont garants à hauteur de leurs encours respectifs de crédit vis-à-vis de l'AFL. Cette garantie atténue le risque de crédit supporté par les créanciers si l'agence se voyait dans l'incapacité d'honorer seule ses obligations financières. Nous estimons par ailleurs que si l'AFL devait être placée en gestion extinctive (« run off ») peu après sa création - notamment, si son modèle économique s'avérait non viable - l'agence pourrait honorer ses engagements en mobilisant ses ressources propres et éviter ainsi d'avoir recours à un soutien externe, y compris l'activation de la garantie de ses membres.

¹ Les notations indiquées sont la notation de dépôts et la notation de dette senior non garantie (senior unsecured) avec perspective associée, ainsi que le BCA (Baseline Credit assessment ou évaluation de la solidité intrinsèque)

² Nous vous invitons à vous référer à l'Annexe où figure un graphique décrivant le mécanisme de garantie, la répartition des garanties membres et la structure duale appliquée par l'AFL.

La création de l'AFL par les autorités françaises témoigne également des préoccupations des collectivités locales relatives à l'accès du secteur public local à des financements stables, à des conditions compétitives, les banques privées ayant délaissé cette activité. Appelée à augmenter au fil du temps, la masse critique d'adhérents de l'AFL (une centaine actuellement) atteste de la qualité de crédit et de la crédibilité dont bénéficie l'établissement. De même, la réussite de son émission obligataire inaugurale de mars 2015 pour un montant de 750 Millions d'euros sur 7 ans - et ce, à des conditions avantageuses - a également une incidence positive sur son profil de crédit.

Un établissement détenu par des collectivités territoriales françaises et dédié à leur financement

Instituée en octobre 2013, l'AFL a obtenu son agrément d'établissement de crédit spécialisé auprès de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) le 23 décembre 2014. Son capital est actuellement détenu à 100% par ses adhérents (des collectivités territoriales) qui ont versé une partie de leur apport en capital³. Ceux-ci représentent près de 13% de l'encours total de la dette du secteur local français, d'autres collectivités étant susceptibles d'adhérer si l'agence parvient à développer ses activités comme prévu.

Les activités de l'AFL seront limitées au financement de ses membres à hauteur de 50% maximum de leurs besoins respectifs de financement chaque année. L'agence ambitionne d'élargir progressivement sa base d'adhérents avec un objectif de 50% de l'ensemble des collectivités territoriales d'ici 10 ans (ce qui pourrait, en termes d'octroi annuel de crédits, représenter une part de marché de 25%).⁴ L'origination sera limitée aux collectivités territoriales françaises stricto sensu, autrement dit seront exclus les hôpitaux, organismes satellites, sociétés d'économie mixte mais aussi syndicats de communes. Il s'agit d'une spécificité de l'AFL qui influe favorablement sur sa qualité de crédit. Ses concurrents, notamment la Société de financement local (SFIL, Aa2 perspective négative, a3) ou les autres banques commerciales françaises interviennent en effet auprès d'un plus large éventail d'émetteurs du secteur public. Les crédits de l'AFL seront strictement limités au financement des investissements de ses clients.

Le projet de création de l'AFL a vu le jour en 2010 dans un contexte de raréfaction croissante du crédit destiné au financement du secteur public suivi d'un accroissement significatif des marges des prêteurs⁵. Cette raréfaction était imputable à l'affaiblissement de la position de DCL (Dexia Crédit Local), autrefois l'un des acteurs dominants du secteur, mais aussi au tassement notable de l'offre des autres banques imputable aux exigences de Bâle III en termes de liquidité et de ratio de levier. Nous estimons également que la controverse autour des crédits dits « sensibles » octroyés par DCL et d'autres banques qui avait suscité auprès des collectivités territoriales un large mécontentement a renforcé leur détermination à créer leur propre véhicule de financement.

L'Agence France Locale a vocation à mettre à disposition du secteur public français :

- » **Un financement stable** : une source fiable et pérenne de financement.
- » **Un financement à des conditions compétitives** : l'AFL estime qu'elle pourra disposer d'une structure de coûts très faible (l'agence opérant actuellement avec près de 20 salariés) qui lui confèrera un atout par rapport à ses concurrents. Elle pourra en contrepartie accorder des crédits à des conditions

Cette publication n'annonce pas une décision de notation. Pour les publications faisant référence aux notations de crédit, veuillez vous rendre sur www.moodys.com et cliquer sur l'onglet relatif aux notations sur la page de l'émetteur/entité correspondant(e) pour accéder à la dernière mise à jour des informations en matière de décision et d'historique de notation.

³ Les nouveaux membres ont la possibilité de verser leur apport en capital en trois fois dans un délai maximal de trois ans.

⁴ Sur la base de l'hypothèse d'un besoin total de financement des collectivités territoriales françaises de 16 Milliards d'euros par an.

⁵ Les marges moyennes d'EURIBOR ont culminé autour de 270 pb en 2012, avant de revenir à 174 pb en 2013. Nous estimons que les marges étaient inférieures à 20 bp avant la crise

plus compétitives ⁶. L'AFL entend également garantir un coût de financement stable à des niveaux raisonnables en développant une base diversifiée d'investisseurs institutionnels étrangers dont la confiance vis-à-vis de cette entité provient de son modèle économique simple et très faiblement risqué.

- » **Simplicité et transparence de l'offre de crédit** : l'AFL ne consentira des crédits que sous la forme de prêts classiques à taux variable ou fixe.

Une qualité de signature renforcée par la garantie conjointe et solidaire explicite des adhérents de l'AFL

La garantie conjointe et solidaire donnée à l'AFL par les collectivités adhérentes constitue la source externe de soutien de ses créanciers si celle-ci est dans l'incapacité d'honorer seule ses engagements. Au stade actuel de développement de l'agence, nous estimons que le soutien direct de l'État français demeure modéré. Associée à la garantie des membres, l'hypothèse de soutien modéré de l'État se traduit dans notre processus de notation de l'AFL par une hypothèse de soutien systémique « élevé » qui aboutit à un rehaussement de deux crans par rapport à sa notation préliminaire (« PRA ») de a1 ⁷

Nous estimons que la garantie (conjointe et solidaire) des membres à hauteur de leur encours respectif de crédit ⁸ couvre largement les risques de crédit de l'AFL qui sont très limités compte tenu de la qualité élevée de ses expositions. En outre, dans la mesure où nous estimons d'une manière générale que l'AFL empêchera les emprunteurs les plus fragiles d'accumuler d'importants volumes de dette, les membres affichant la meilleure qualité de signature devraient supporter une part importante des coûts en cas d'activation de la garantie.

Le soutien direct de l'État demeure, selon nous, modéré en raison de la part de marché restreinte de l'AFL et, ce faisant, de son importance systémique limitée au regard du financement du secteur public local. Ce soutien modéré témoigne de la volonté de l'État d'éviter tout retentissement négatif sur sa propre réputation et celle du secteur public local qui pourrait résulter d'un défaut de l'AFL.

Une gouvernance et une politique d'octroi préservant l'indépendance de l'AFL vis-à-vis des pressions politiques

La structure de gouvernance de l'AFL articulée autour de deux entités sur le modèle des prêteurs privés spécialisés des pays nordiques (ex : Finlande et Suède) a vocation à préserver les activités bancaires de l'AFL de l'influence politique de ses membres :

- » **L'Agence France Locale Société Territoriale (ST)** est l'organe « politique » qui détermine la stratégie de l'agence et sélectionne les nouveaux adhérents. Les collectivités locales peuvent devenir membres à la seule condition qu'elles bénéficient d'un score se situant entre 1 et 5,99 sur une échelle numérique de 1 à 7. La note attribuée dépend de la solvabilité, du poids de l'endettement et de la marge de manœuvre financière du candidat, et détermine sa solidité financière.

⁶ L'AFL aspire également à financer les échéances pour lesquelles, historiquement, les collectivités territoriales ne pouvaient obtenir de financement compétitif (en particulier, s'agissant des échéances inférieures à cinq ans), et sur la base d'un amortissement (lorsque les instruments actuels sont généralement limités aux prêts à remboursement in fine).

⁷ La PRA de 1 est elle-même obtenu à partir du BCA de a3 et tient compte des crans de rehaussement au titre de l'analyse « Loss-Given-Failure (LGF) » ou détermination des pertes en cas de résolution.

⁸ Pour rappel, les membres ne peuvent pas rembourser leurs crédits afin de s'acquitter des obligations qui leur incombent au titre de la garantie.

- » **L'Agence France Locale (AFL)** constitue l'entité opérationnelle. Elle est composée de professionnels issus du secteur bancaire possédant une connaissance approfondie ainsi qu'une solide expertise du secteur public français. Le Directoire est responsable de la gestion de l'entité sous la supervision du Conseil de surveillance.

Une politique d'octroi de crédit détaillée – qui distingue l'AFL des entités des pays nordiques – renforce l'indépendance de l'AFL dans ses activités de crédit :

- » Le processus de contrôle par lequel l'AFL peut refuser l'adhésion des collectivités présentant les profils de crédit les plus faibles, sur la base d'une note « mécaniquement » attribuée dès le départ - sachant que les collectivités obtenant un score supérieur ou égal à 6 sont systématiquement exclues - constitue la première ligne de défense contre les pressions politiques.
- » L'adhésion est nécessaire mais n'est toutefois pas suffisante pour l'octroi d'un prêt de l'AFL. La notation, laquelle comprend à la fois une analyse quantitative et socio-économique, est complétée par une analyse qualitative si (1) la note quantitative est supérieure à 5 ou (2) si l'encours pondéré alloué à l'emprunteur, y compris le crédit supplémentaire demandé, représente un montant supérieur à 10% des fonds propres de l'AFL ou (3) si le financement accordé par l'AFL représente plus de 20% du stock de la dette de l'emprunteur.
- » Le montant comme la marge du prêt seront fonction du résultat de l'analyse décrite ci-dessus. L'AFL fournit des orientations en termes de politique tarifaire par rapport à la « marge pivot » qui dépend de la solvabilité de l'emprunteur. Or, s'il est possible dans des circonstances exceptionnelles de s'en écarter et si nous comprenons que cela pourrait évoluer dans le temps, nous ne jugeons toutefois pas très discriminant l'écart de marge qui nous a été initialement indiqué par l'AFL entre les qualités de signature les meilleures et les plus mauvaises. Nous estimons d'autre part que les différents plafonds des montants de prêts par tranche de notation constitueront un outil de gestion plus efficace de la qualité de crédit du portefeuille (notamment le plafond pour un prêt de 5%-20% de l'encours total de dette de l'emprunteur prévu dans le budget pour des entités notées entre 5 et 5,99).

GRAPHIQUE 1

Émergence d'un nouvel acteur du financement du secteur public local français

Note AFL	Plafond du montant du crédit en % des besoins de crédit prévus dans le budget
1 à 3	50%
3 à 4	40%
4 à 5	30%
5 à 6	20%

Source : Emetteur

Des risques de liquidité et de marché susceptibles d'être modérés si l'AFL applique ses règles internes

Si l'AFL observe les règles énoncées dans sa politique interne, nous n'anticipons pas de difficultés particulières en termes de liquidité ou de financement. Les exigences minimales en matière de LCR (ratio de liquidité de court terme) et de ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR) sont tenues d'être respectées dès le premier jour et l'AFL gèrera ses liquidités conformément aux règles suivantes : (1) le portefeuille de liquidité doit représenter au moins 100% des sorties nettes de cash au cours des 12

prochains mois ⁹ et (2) le portefeuille d'actifs doit être financé avec des ressources de durées similaires à celle des emplois, l'écart de maturité moyenne entre actifs et passifs ne pouvant pas dépasser une année :

- » Le portefeuille de liquidité sera composé au moins à 70% d'instruments à taux fixe classés comme actifs liquides de haute qualité (« HQLA ») dont l'essentiel sera éligible à un refinancement auprès de la Banque centrale européenne. Il sera composé de trois parties : (1) le portefeuille de placement des fonds propres constitué par les apports en capital des adhérents ¹⁰ ; (2) le « portefeuille opérationnel » couvrant les besoins de financement à court terme de l'AFL et (3) le portefeuille de placement dont l'objectif est de préserver en toutes circonstances les liquidités de l'AFL ¹¹. Le risque de taux pour les portefeuilles opérationnel et de placement sera couvert contre les variations de l'Euribor 3 mois. Le portefeuille de fonds propres sera géré avec une hypothèse de détention jusqu'à l'échéance, même s'il peut également servir de coussin de liquidité en complément des deux autres portefeuilles.
- » L'écart maximal de maturité entre les actifs et passifs de l'AFL n'excèdera pas un an, facteur favorable en termes de risque de liquidité et de refinancement. Le plan d'activité de l'AFL prévoit que tous les prêts soient des prêts classiques amortissables sur 15 ans financés par des obligations *senior unsecured* assorties d'échéances allant de 2 à 10 ans. En pratique, l'AFL se montrera à l'avenir plus flexible sur les échéances de prêts et prévoit de consentir des prêts à plus court terme ainsi qu'à des durées supérieures à 15 ans en fonction des évolutions de marché.

Les risques de marché devraient demeurer limités pour l'AFL, les risques de taux étant couverts contre Euribor. Cette stratégie de couverture nécessitera un large recours aux instruments dérivés et il conviendra, de fait, de suivre attentivement l'évolution des besoins de mise en garanties pour éviter des sorties de cash non anticipées. Ce risque est pris en considération dans le plan d'activité de l'AFL via un stress des besoins en garanties à produire dans l'hypothèse d'un choc de taux d'intérêt de 200 pb. Le risque de contrepartie associé aux produits dérivés s'annonce limité : l'AFL parviendra à être en conformité avec le règlement européen EMIR (« *European Market and Infrastructure Regulation* ») grâce à une gestion externalisée de *middle-office* « dérivés » et à travers, si possible, la compensation de la plupart des opérations auprès des contreparties centrales autorisées dans le cadre de la réglementation EMIR.

Un niveau d'adéquation des fonds propres qui ne devrait pas être inférieur à 15%

Le ratio « *Common Equity Tier One* » (ratio minimal de fonds propres durs) de l'AFL est fixé à 12,5% (selon l'approche « standard »¹²) et le ratio de levier à 3,5%, un ratio cible supérieur au niveau atteint par la plupart de ses homologues européens. Nous jugeons faible le risque que le niveau de solvabilité de l'AFL tombe en deçà du seuil de 12,5%, sauf en cas de hausse inattendue du risque de crédit. Si des écarts par rapport au plan d'activité ne sont pas à exclure en termes de revenus (du fait d'un niveau d'activité plus faible qu'attendu) et de coûts, nous faisons l'hypothèse que l'ampleur de ces écarts et la manière dont ils se produiront - en excluant le risque de crédit - pourraient conduire l'AFL à moduler ses besoins de fonds

⁹ Sorties nettes de cash = octroi des prêts - remboursement des prêts + remboursement de la dette + paiement des intérêts - intérêts à percevoir.

Le calcul incluant l'octroi de prêts prévus pour les 12 mois suivants, le ratio interne d'actifs liquides sur sorties nettes de cash ne sera pas respecté pendant la phase de lancement (respect total du ratio attendu d'ici 2018). Ceci nécessite néanmoins d'être nuancé par le fait que, compte tenu de l'échéance de la dette émise, l'AFL ne bénéficiera de pratiquement aucun remboursement du capital au cours des premières années.

¹⁰ Parmi les critères d'investissement pour le portefeuille de fonds propres figurent :

- Souverain, entité supranationale et agence : jusqu'à échéance 12 ans avec notation minimale équivalente à A1
- Obligations sécurisées : jusqu'à échéance 10 ans avec notation minimale équivalente à Aa3.

¹¹ Parmi les critères d'éligibilité pour le portefeuille opérationnel et de placement figurent :

- Souverain, entité supranationale et agence : jusqu'à échéance 10 ans avec notation minimale équivalente à A3
- Entreprises : jusqu'à échéance 3 ans avec notation minimale équivalente à A2, limitée à 15% de chaque portefeuille
- Sociétés financières : jusqu'à échéance 5 ans avec notation minimale équivalente à A3, limitée à 15% de chaque portefeuille (cette limite de 15% n'inclue pas les dépôts bancaires à 7 jours)
- Titrisation (seulement « plain vanilla ») : jusqu'à échéance 5 ans avec notation minimale équivalente à Aaa, limitée à 15% de chaque portefeuille.

¹² L'actif pondéré en fonction du risque de crédit sera déterminé selon l'approche standard (c-à-d. pondération de 20% pour les prêts du secteur public et de 20% à 50% pour les autres placements, en fonction de la notation).

propres (essentiellement, en limitant la production) pour atteindre le niveau requis et éviter la baisse de son ratio de solvabilité.

Néanmoins, compte tenu du degré élevé de concentration des emprunteurs, le défaut d'un seul d'entre eux aura une incidence significative sur le résultat net et la solvabilité de l'AFL. Ce risque de crédit est inhérent à l'activité de financement du secteur public et l'AFL devra le gérer, à l'instar de ses homologues européens. En outre, la concentration est limitée par la pondération au risque relativement élevée des collectivités locales françaises (20%) dans le calcul des limites relatives aux grands risques. Nous considérons que, comme pour les autres prêteurs spécialisés français et nordiques, la qualité élevée des actifs permet fortement de relativiser le risque de concentration.

Selon le scénario de base du plan d'activité, le ratio « *Common Equity Tier One* » de l'AFL sera, dans les 10 prochaines années, largement supérieur au seuil de 12,5%. Ce scénario prévoit une augmentation progressive du bénéfice net (via l'augmentation des volumes) qui devrait permettre à l'AFL de disposer de fonds propres supplémentaires pour accroître sa capacité d'octroi de crédits ¹³.

Le secteur public français étant une classe d'actifs à faible risque, le portefeuille est susceptible d'être de qualité élevée

La qualité moyenne des portefeuilles de l'AFL devrait dès le départ être élevée et le rester à terme compte tenu d'une clientèle très restreinte - des collectivités locales françaises au sens strict du terme -, ainsi qu'au regard de la performance historique de ces emprunteurs. Le groupe initial de collectivités adhérentes nous paraît être représentatif des risques de crédit moyens associés en France au secteur public et nous supposons que la composition future du portefeuille demeurera similaire au profil de risque initial, à la faveur de l'adhésion de nouveaux membres.

Les collectivités locales françaises ont affiché une très bonne performance au cours des trente dernières années avec seulement quelques défauts accompagnés d'un niveau très élevé de récupération (faibles pertes en cas de défaut). Les difficultés des collectivités locales qui remontent, pour la plupart, à la première moitié des années 90, s'inscrivaient dans un contexte d'assouplissement suite à la libéralisation du marché du crédit et à la décentralisation du secteur local amorcée en 1982. Les défauts de la Ville d'Angoulême et de la Ville de Briançon ¹⁴ avaient alors été considérablement médiatisés en raison de leurs conséquences politiques. Dans les deux cas, les banques n'avaient en définitive supporté que des pertes très limitées consécutivement à plusieurs restructurations de dette impliquant notamment la prorogation des échéances et réduction des taux d'intérêt.

Si les collectivités locales françaises ne bénéficient pas d'un soutien explicite de l'État, l'encadrement strict auquel est soumis le secteur local explique ses très bons antécédents en termes de remboursement. Il suppose notamment qu'(1) en vertu de leur statut d'institutions publiques, les collectivités locales ne peuvent pas faire faillite ou faire l'objet d'une procédure de liquidation ; et (2) les collectivités locales sont étroitement contrôlées par l'État qui, par l'intermédiaire du préfet, a le pouvoir d'émettre un ordre de paiement pour les remboursements non honorés et d'augmenter les impôts locaux. Si les montants ont été relativement limités, des dotations exceptionnelles ont, par le passé, été versées par l'État aux collectivités locales en difficulté financière (y compris pour Angoulême et Briançon).

¹³ Les bénéfices de l'AFL seront d'abord affectés en priorité à la constitution du capital. Les distributions de dividendes, le cas échéant, seront limitées à 5% du bénéfice distribuable de l'entité opérationnelle.

¹⁴ Les deux municipalités ont connu d'intenses difficultés financières consécutives à des dépenses de fonctionnement et d'investissement excessives au début des années 90. Dans les deux cas, le nouvel exécutif municipal a, au lendemain des élections, volontairement interrompu le paiement du service de la dette, refusant de supporter les conséquences de la mauvaise gestion de l'équipe exécutive précédente.

Plus récemment, le fonds de soutien¹⁵ créé par le gouvernement en 2014 dans le but de soulager financièrement les collectivités locales afin qu'elles puissent supporter le coût de la politique de désensibilisation des crédits dits « sensibles » souligne le soutien indirect accordé par l'État au secteur public local. Les « crédits sensibles » sont des prêts structurés contractés auprès de banques par certaines collectivités locales françaises avant 2008. Ces prêts étaient, au moment de leur octroi, financièrement plus avantageux qu'un crédit bancaire classique mais leur coût d'emprunt pouvait augmenter significativement en cas d'évolutions défavorables sur les marchés, ce qui a été le cas ces dernières années.

Des difficultés possibles lors du lancement mais le risque financier en cas de liquidation apparaît limité

Malgré le succès de l'émission inaugurale de mars 2015 qui a permis à l'AFL de lever 750 Millions d'euros sur 7 ans avec une marge de + 22 pb par rapport à l'emprunt d'État, l'AFL demeure confrontée aux risques auxquels sont généralement exposées les nouvelles entités. L'engagement de ses adhérents permet néanmoins de relativiser le risque qu'elle échoue à se développer. Nous estimons par ailleurs que si l'AFL devait être placée en gestion extinctive (« *run off* ») peu après sa création, l'agence serait en mesure d'honorer ses engagements en mobilisant ses ressources propres, et ce, sans activer la garantie de ses membres.

Le ferme appui politique et le soutien financier de ses membres justifient une relative sérénité quant à la pérennité de l'agence. Ainsi, du fait de leur engagement financier, tant via des apports en capital qu'avec le mécanisme solidaire de mutualisation des éventuelles pertes entre adhérents, les membres seront fortement incités à veiller au bon fonctionnement des activités de l'AFL. On observe actuellement parmi les adhérents à l'AFL une représentation équilibrée de collectivités qui affichent un profil financier solide, et pas seulement un groupe de collectivités vulnérables.

Si les activités de l'AFL sont appelées à être pérennes à condition d'atteindre une masse critique en termes de crédits, le risque que l'agence ne parvienne pas à faire décoller son activité n'est pas exclu. Elle devra dans un premier temps franchir une étape importante, à savoir démontrer sa capacité à atteindre ses objectifs d'octroi de crédit de l'ordre de 0,8 Milliard d'euros en 2015 et de 1,2 Milliard d'euros en 2016. Au cours de la phase de lancement, elle pourrait notamment être confrontée aux difficultés suivantes :

- » **La politique tarifaire de l'AFL pourrait, selon l'évolution du contexte concurrentiel, être insuffisamment compétitive.** Ses propres coûts de financement associés au taux de marge envisagé pourraient se traduire par un taux supérieur à ceux pratiqués par la concurrence.
- » **Il reste à définir si l'AFL sera, comparativement à ses homologues, en mesure de proposer des financements à faibles coûts en raison de sa seule structure de coûts plus faible.** Cet avantage ne jouerait pas lors de la phase de lancement dans la mesure où les frais fixes demeureront relativement élevés par rapport aux volumes de crédit : selon le plan d'activité de l'AFL, les dépenses prévisionnelles en 2016 représentent environ 53 pb de l'encours de crédit prévu fin 2016, niveau supérieur à celui atteint par ses principaux concurrents (moins de 20 pb). À supposer que l'AFL parvienne à ramener son coût relatif par rapport à l'actif total à moins de 10 pb suite à la croissance de son portefeuille de prêt, ceci ne constituera pas nécessairement un atout concurrentiel déterminant.

¹⁵ Le fonds s'élevait initialement à 1,5 Milliard d'euros mais le gouvernement a annoncé en février 2015 sa décision de l'augmenter de 3 Milliards d'euros supplémentaires. Cette décision a été prise dans le sillage de la décision de la Banque nationale suisse (BNS) de supprimer le plafond entre le franc suisse et l'euro, laquelle s'est traduite par une augmentation importante des coûts d'emprunt des collectivités locales françaises dont les crédits étaient indexés sur le cours de change EUR/CHF.

Nous estimons toutefois que si l'AFL ne parvient pas à se développer, elle sera vraisemblablement en mesure de faire face à une procédure de liquidation et de rembourser sa dette à bonne date sans recourir à un soutien externe, y compris à la garantie des collectivités adhérentes :

- » Dans un tel scénario, il est probable que les pertes de l'AFL ne seront pas sensiblement supérieures aux coûts d'exploitation non couverts par son résultat et que son encours de capital peut, selon nous, absorber.
- » Sur le plan de la liquidité, nous estimons que le bilan équilibré en termes de durée de vie actif/passif facilitera le remboursement à bonne date de l'encours de dette. Les décalages résiduels peuvent, si nécessaire, être gérés à travers un refinancement auprès de la BCE (les prêts constituant les garanties) ou en organisant in fine avec les emprunteurs le remboursement anticipé des encours de prêts. En qualité d'actionnaires mais aussi de garants, ces derniers seront fortement incités à minimiser les pertes et partant, à tenter d'éviter une cession précipitée des actifs de l'AFL (même dans l'hypothèse où la décote ne serait pas très élevée en considération de la qualité élevée des actifs).

Annexe

Garantie conjointe et solidaire des collectivités adhérentes

Il existe deux garanties répondant *in fine* à la même finalité :

- » En vertu de la **garantie autonome à première demande des membres (Garantie membres)**, chaque membre apporte une garantie à hauteur de son encours de crédits vis-à-vis de l'AFL sur une base conjointe et solidaire. Un appel à garantie peut être (1) soit adressé directement par le titulaire du titre à l'un des membres suite au défaut de paiement d'un montant dû par l'AFL au regard de ce titre ou (2) effectué par la ST auprès des membres lors de l'activation de la Garantie à première demande de la ST par les titulaires de titres ou l'AFL. Les membres appelés en garantie disposent d'un recours immédiat auprès des autres garants et font l'objet d'une subrogation, jusqu'à concurrence des montants versés, dans les droits des bénéficiaires.
- » La **Garantie autonome à première demande de la Société Territoriale (garantie ST)** prévoit que les titulaires de titres émis par l'AFL peuvent appeler la ST en garantie suite au défaut de paiement d'un montant dû par l'AFL au regard de ce titre. Cette option constitue, en fait, un moyen plus simple pour les titulaires de titres d'appeler la garantie, plutôt que de s'adresser à un membre via la Garantie membres (en évitant par exemple au créancier de vérifier le plafond de la garantie propre à chaque membre).¹⁶ L'AFL peut également appeler la garantie ST en perspective de difficultés de paiement (cf. ci-après), la ST reportant ensuite la charge sur les membres à travers la Garantie membres.

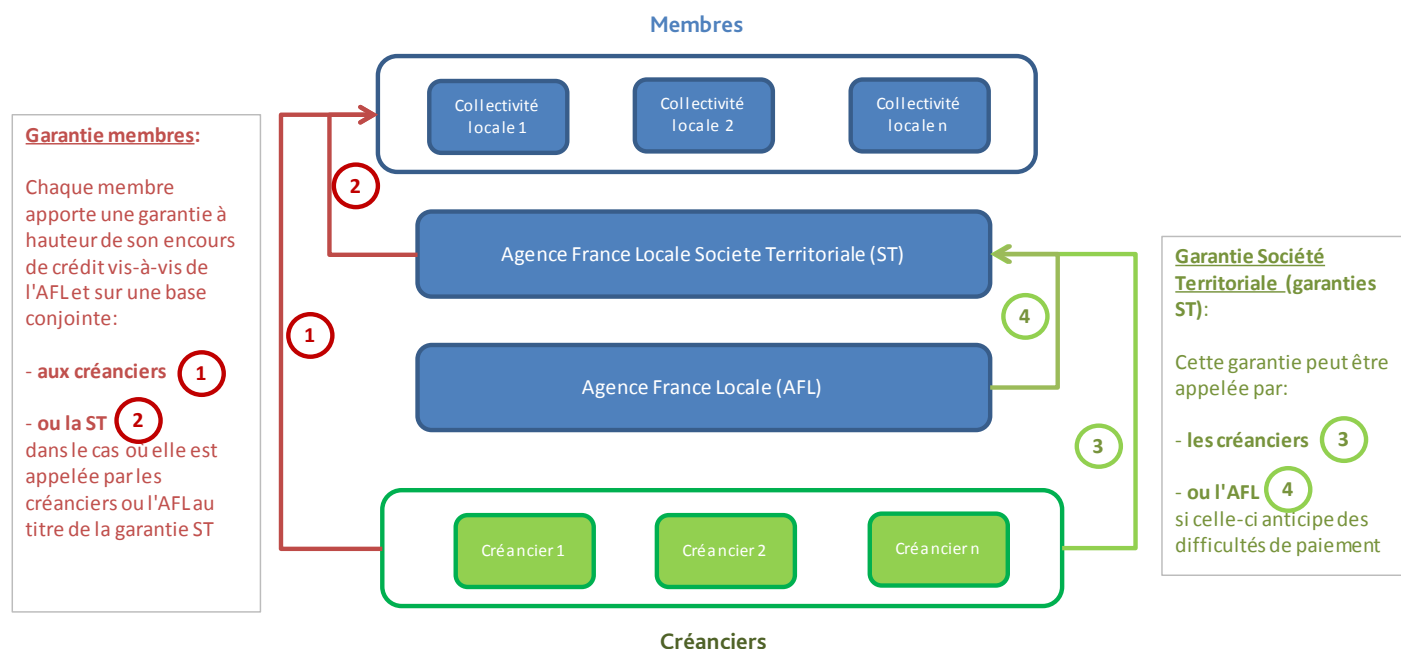
Nous considérons la garantie directe octroyée aux titulaires de titres émis par l'AFL par le biais du mécanisme précédemment mentionné comme une garantie conditionnelle. Nous partons du principe qu'elle constituera la protection en dernier recours des créanciers de l'AFL lorsque l'agence aura fait défaut et que ses activités auront été placées en gestion extinctive.

Il convient de souligner que l'AFL peut également appeler préventivement en garantie la ST (et de fait, indirectement, les membres). Ceci est possible lorsque l'AFL prévoit qu'elle ne sera pas en mesure d'honorer ses obligations de paiement au-delà de cinq jours ou que le paiement d'un montant dû sur les titres émis à un moment donné entraînera le non-respect d'un ratio réglementaire ou d'un ratio prudentiel interne. Si l'incapacité à honorer une obligation de paiement est généralement révélatrice de difficultés, nous estimons que la direction de l'AFL peut également se servir de cet outil pour faire face à une crise temporaire de liquidité ou pour obtenir, si nécessaire - notamment lorsque la recapitalisation n'est pas possible autrement -, une injection de capital.

¹⁶ La garantie des collectivités adhérentes prévoit que les bénéficiaires puissent appeler un membre en garantie sous réserve que le montant requis soit inférieur à l'encours de crédits de ce dernier. L'encours total de crédit de chaque membre est publié quotidiennement sur le site internet de l'AFL.

GRAPHIQUE 2

Mécanisme de garantie



Un modèle basé sur une structure duale

- » L'**Agence France Locale Société Territoriale (ST)** est l'organe « politique » qui détermine la stratégie de l'agence et sélectionne les nouveaux adhérents. Les collectivités locales peuvent devenir membres à la seule condition d'obtenir un score situé entre 1 et 5,99 sur une échelle numérique de 1 à 7. La note attribuée par la ST apprécie la solvabilité, l'endettement et la flexibilité financière du candidat afin d'évaluer sa solidité financière. Cette note repose sur une procédure normalisée de calcul standard et sans ajustement basé sur les données budgétaires brutes communiquées par les collectivités locales (y compris budget principal et budgets annexes). De plus, l'adhésion est conditionnée à l'engagement des collectivités locales à injecter dans les 3 ans dans l'AFL un montant déterminé de fonds propres. Ce montant est déterminé à partir de deux paramètres - à savoir l'encours total de dette ou les ressources totales de la collectivité - communiqués par la Direction générale des Finances publiques (DGFIP).
- » L'**Agence France Locale (AFL)** constitue l'entité opérationnelle. Elle est composée de professionnels du secteur bancaire dotés d'une connaissance approfondie et d'une solide expertise du secteur public français. Le Directoire est responsable de la gestion de l'entité sous la supervision du Conseil de surveillance. Le Conseil de surveillance doit être majoritairement composé d'administrateurs indépendants (en d'autres termes, pas de représentants d'une collectivité locale adhérente) de manière à garantir l'indépendance de l'AFL dans ses activités. L'actuelle composition du Conseil de surveillance où siège l'ex-PDG de Kommuninvest i Sverige Aktiebolag (noté Aaa, *senior unsecured*, perspective stable), principal organisme prêteur des collectivités locales suédoises, met en évidence l'engagement de l'AFL à s'appuyer sur des administrateurs dotés de solides compétences techniques dans le domaine bancaire et jouissant d'un niveau élevé de crédibilité auprès des marchés.

Rate this Research



Report Number: 184762 (French)
1005652 (English)

Author
Yasuko Nakamura

Associate Analyst
Andreea Prodea

Production Associate
Miki Takase

© 2015 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. et/ou ses concédants et sociétés affiliées (ensemble dénommés « MOODY'S »). Tous droits réservés.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES PAR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. ET SES SOCIÉTÉS DE NOTATION AFFILIÉES (« MIS ») SONT REPRÉSENTATIVES DES AVIS ACTUELS DE MOODY'S SUR LE RISQUE DE CRÉDIT FUTUR AUQUEL SONT SUSCEPTIBLES D'ÊTRE EXPOSÉES DES ENTITÉS, SUR LES ENGAGEMENTS DE CRÉDIT, SUR LES TITRES DE CRÉANCE OU LES TITRES ASSIMILABLES, ET LES NOTATIONS DE CRÉDIT ET PUBLICATIONS DE RECHERCHE DIFFUSÉES PAR MOODY'S (LES « PUBLICATIONS DE MOODY'S ») PEUVENT CONTENIR L'OPINION ACTUELLE DE MOODY'S SUR LE RISQUE DE CRÉDIT FUTUR D'ENTITÉS, SUR LES ENGAGEMENTS DE CRÉDIT, SUR LES TITRES DE CRÉANCE OU LES TITRES ASSIMILABLES. PAR RISQUE DE CRÉDIT, MOODY'S ENTEND LE RISQUE QU'UNE ENTITÉ NE SOIT PAS EN MESURE DE REMPLIR SES OBLIGATIONS CONTRACTUELLES ET FINANCIÈRES LORSQU'ELLES ARRIVENT À ÉCHÉANCE, AINSI QUE TOUTES PERTES FINANCIÈRES ESTIMÉES EN CAS DE DÉFAUT. LES NOTATIONS DE CRÉDIT NE PORTENT SUR AUCUN AUTRE RISQUE, NOTAMMENT, MAIS SANS QUE CETTE LISTE NE SOIT EXHAUSTIVE, LE RISQUE DE LIQUIDITÉ, LE RISQUE DE MARCHÉ OU LE RISQUE ASSOCIÉ À LA VOLATILITÉ DES PRIX. LES NOTATIONS DE CRÉDIT ET LES AVIS DE MOODY'S CONTENUS DANS LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE SONT PAS DES DÉCLARATIONS DE FAITS ACTUELS OU HISTORIQUES. LES PUBLICATIONS DE MOODY'S PEUVENT ÉGALEMENT INCLURE DES ESTIMATIONS FONDÉES SUR UN MODÈLE QUANTITATIF DE CALCUL DES RISQUES DE CRÉDITS AINSI QUE DES AVIS ET COMMENTAIRES AFFÉRENTS PUBLIÉS PAR MOODY'S ANALYTICS INC. LES NOTATIONS DE CRÉDIT ET LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE CONSTITUENT PAS ET NE FOURNISSENT PAS DE CONSEILS EN PLACEMENT OU DE CONSEILS FINANCIERS, NI DES RECOMMANDATIONS D'ACHAT, DE VENTE OU DE DÉTENTION DE TITRES EN PARTICULIER. NI LES NOTATIONS DE CRÉDIT, NI LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE CONSTITUENT UNE APPRÉCIATION DE LA PERTINENCE D'UN PLACEMENT POUR UN INVESTISSEUR SPÉCIFIQUE. MOODY'S ÉMET DES NOTATIONS DE CRÉDIT ET DIFFUSE LES PUBLICATIONS DE MOODY'S EN PARTANT DU PRINCIPE QUE CHAQUE INVESTISSEUR PROCÉDERA, AVEC DILIGENCE, POUR CHAQUE TITRE QU'IL ENVISAGE D'ACHETER, DE DÉTENIR OU DE VENDRE, À SA PROPRE ANALYSE ET ÉVALUATION.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES PAR MOODY'S ET LES PUBLICATIONS DE MOODY'S NE S'ADRESSENT PAS AUX INVESTISSEURS PARTICULIERS ET IL SERAIT IMPRUDENT POUR LES INVESTISSEURS PARTICULIERS DE PRENDRE UNE DÉCISION D'INVESTISSEMENT SUR LA BASE D'UNE NOTATION DE CRÉDIT OU D'UNE PUBLICATION DE MOODY'S. EN CAS DE DOUTE, CONSULTEZ VOTRE CONSEILLER FINANCIER OU UN AUTRE CONSEILLER PROFESSIONNEL.

TOUTES LES INFORMATIONS CONTENUES CI-CONTRE SONT PROTÉGÉES PAR LA LOI, NOTAMMENT, MAIS SANS QUE CETTE LISTE NE SOIT EXHAUSTIVE, PAR LA LOI RELATIVE AU DROIT D'AUTEUR, ET AUCUNE DE CES INFORMATIONS NE PEUT ÊTRE COPIÉE OU REPRODUITE, REFORMATÉE, RETRANSMISE, TRANSFÉRÉE, DIFFUSÉE, REDISTRIBUÉE OU REVENDUE DE QUELQUE MANIÈRE QUE CE SOIT, NI STOCKÉE EN VUE D'UNE UTILISATION ULTÉRIEURE À L'UNE DE CES FINS, EN TOTALITÉ OU EN PARTIE, SOUS QUELQUE FORME OU MANIÈRE QUE CE SOIT ET PAR QUICONQUE, SANS L'AUTORISATION ÉCRITE PRÉALABLE DE MOODY'S.

Toutes les informations contenues ci-contre ont été obtenues par MOODY'S auprès de sources considérées comme exactes et fiables par MOODY'S. Toutefois, en raison d'une éventuelle erreur humaine ou mécanique, ou de tout autre facteur, lesdites informations sont fournies « TELLES QUELLES » sans garantie d'aucune sorte. MOODY'S met en œuvre toutes les mesures de nature à garantir la qualité des informations utilisées aux fins de l'attribution d'une notation de crédit et la fiabilité des sources utilisées par MOODY'S, y compris, le cas échéant, lorsqu'elles proviennent de tiers indépendants. Néanmoins, MOODY'S n'a pas un rôle de contrôleur et ne peut procéder de façon indépendante, dans chaque cas, à la vérification ou à la validation des informations reçues dans le cadre du processus de notation ou de préparation des Publications de MOODY'S.

Dans les limites autorisées par la loi, MOODY'S et ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants et fournisseurs se dégagent de toute responsabilité envers toute personne ou entité pour toutes pertes ou tous dommages indirects, spéciaux, consécutifs ou accidentels, résultant de ou en connexion avec les informations contenues ci-contre, ou du fait de l'utilisation ou l'incapacité d'utiliser l'une de ces informations, et ce même si MOODY'S ou l'un de ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants ou fournisseurs a été informé au préalable de la possibilité de telles pertes ou de tels dommages tels que, sans que cette liste ne soit limitative: (a) toute perte de profits présents ou éventuels, (b) tous dommages ou pertes survenant lorsque l'instrument financier concerné n'est pas le sujet d'une notation de crédit spécifique donnée par MOODY'S.

Dans les limites autorisées par la loi, MOODY'S et ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants et fournisseurs se dégagent de toute responsabilité pour tous dommages ou pertes directs ou compensatoires causés à toute personne ou entité, y compris, mais sans que cette liste ne soit limitative, par la négligence (exception faite de la fraude, d'une faute intentionnelle ou plus généralement de tout autre type de responsabilité dont la loi prévient l'exclusion) de MOODY'S ou de l'un de ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants ou fournisseurs, et pour tous dommages ou pertes directs ou compensatoires résultant d'un événement imprévu sous le contrôle ou en dehors du contrôle de MOODY'S ou de l'un de ses dirigeants, administrateurs, employés, agents, représentants, concédants ou fournisseurs et résultant de ou en lien avec les informations contenues ci-contre ou résultant de ou en lien avec l'utilisation ou l'incapacité d'utiliser l'une de ces informations.

AUCUNE GARANTIE, EXPRESSE OU IMPLICITE, CONCERNANT LE CARACTÈRE EXACT, OPPORTUN, COMPLET, COMMERCIALISABLE OU ADAPTÉ À UN USAGE PARTICULIER DE TOUTE NOTATION DE CE TYPE OU AUTRE OPINION OU AUTRE INFORMATION N'EST DONNÉE OU FAITE PAR MOODY'S SOUS QUELQUE FORME OU MANIÈRE QUE CE SOIT.

Moody's Investors Service, Inc., agence de notation de crédit filiale à cent pour cent de MOODY'S Corporation (« MCO »), informe par le présent document que la plupart des émetteurs de titres de créance (y compris les obligations émises par des sociétés et les obligations municipales, les titres de créances négociables, les billets à ordre ou de trésorerie et tous autres effets de commerce) et actions de préférence faisant l'objet d'une notation par Moody's Investors Service, Inc. ont, avant l'attribution de toute notation, accepté de verser à Moody's Investors Service, Inc., pour les services d'évaluation et de notation fournis, des honoraires allant de \$ 1 500 à environ \$ 2 500 000. MCO et MIS appliquent également un certain nombre de règles et procédures afin d'assurer l'indépendance des notations et des processus de notation appliqués par MIS. Les informations relatives aux liens susceptibles d'exister entre les dirigeants de MCO et les entités faisant l'objet d'une notation, et entre les entités ayant fait l'objet de notations attribuées par MIS et ayant par ailleurs déclaré publiquement auprès de la SEC détenir une participation supérieure à 5% dans MCO, sont diffusées chaque année sur le site www.moody.com, dans la rubrique intitulée « Shareholder Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy ».

Pour l'Australie uniquement : Toute publication de ce document en Australie s'effectue conformément à la licence australienne pour la fourniture de services financiers (AFSL) de la filiale de MOODY'S, MOODY'S Investors Service Pty Limited (ABN 61 003 399 657 AFSL 336969) et/ou de MOODY'S Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (le cas échéant). Ce document s'adresse exclusivement à des investisseurs institutionnels (« wholesale clients ») au sens de l'article 761G de la loi australienne sur les sociétés de 2001 (« Corporation Act 2001 »). En continuant à accéder à ce document depuis l'Australie, vous déclarez auprès de MOODY'S être un investisseur institutionnel, ou accéder au document en tant que représentant d'un investisseur institutionnel, et que ni vous, ni l'établissement que vous représentez, ne vont directement ou indirectement diffuser ce document ou son contenu auprès d'une clientèle de particuliers (« retail clients ») au sens de l'article 761G de la loi australienne sur les sociétés de 2001. La notation de crédit MOODY'S est un avis portant sur la qualité de crédit attachée au titre de créance de l'émetteur, et non un avis sur les titres de capital de l'émetteur ou toute autre forme de titre mis à disposition d'une clientèle de particuliers. Il serait imprudent pour une clientèle de particuliers de prendre une décision d'investissement sur la base d'une notation de crédit effectuée par MOODY'S. En cas de doute, consultez votre conseiller financier ou un autre conseiller professionnel.

Pour le Japon uniquement : Moody's Japan K.K. (« MJKK ») est une agence de notation de crédit filiale à cent pour cent de Moody's Group Japan G.K., elle-même filiale à cent pour cent de Moody's Overseas Holdings Inc., elle-même filiale à cent pour cent de MCO. Moody's SF Japan K.K. (« MSFJ ») est une agence de notation de crédit filiale à cent pour cent de MJKK. MSFJ n'est pas une organisation de notation statistique reconnue au niveau national (« Nationally Recognized Statistical Rating Organization ») ou « NRSRO ». En conséquence, les notations de crédit attribuées par MSFJ constituent des notations de crédit « Non-NRSRO » (« Non-NRSRO Credit Ratings »). Les notations de crédit « Non-NRSRO » sont attribuées par une entité qui n'est pas une organisation de notation statistique reconnue au niveau national et, en conséquence, le titre ayant fait l'objet d'une notation ne sera pas éligible à certains types de traitements en droit des États-Unis. MJKK et MSFJ sont des agences de notation de crédit enregistrées auprès de l'Agence Financière Japonaise (« Japan Financial Services Agency ») et leurs numéros d'enregistrement respectifs sont « FSA Commissioner (Ratings) n°2 » et « FSA Commissioner (Ratings) n°3 ».

MJKK ou MSFJ (le cas échéant) informe par le présent document que la plupart des émetteurs de titres de créances (y compris les obligations émises par des sociétés et les obligations municipales, les titres de créances négociables, les billets à ordre ou de trésorerie et tous autres effets de commerce) et actions de préférence faisant l'objet d'une notation par MJKK ou MSFJ (le cas échéant) ont, avant l'attribution de toute notation, accepté de verser à MJKK ou MSFJ (le cas échéant) pour les services d'évaluation et de notation fournis, des honoraires allant de 200 000 JPY à environ 350 000 000 JPY.

MJKK et MSFJ appliquent également un certain nombre de règles et procédures afin d'assurer le respect des contraintes réglementaires japonaises.