



Women's World Banking
Manuel sur les marchés financiers
pour institutions de microfinance (IMF)

Mai 2007

Table des matières



I.	Introduction aux marchés financiers	ANNEXE
II.	Accès aux marchés financiers	1. Description de l'essentiel de la procédure de notation
III.	Principaux intervenants des opérations sur les marchés financiers	2. Annexe sur le papier commercial
IV.	Description de l'essentiel de la procédure de notation	3. Annexe sur les obligations, senior et subordonnées
V.	Placements privés ou Émissions publiques	4. Annexe sur les actions, ordinaires et privilégiées
VI.	Instruments des marchés financiers	5. Annexe sur la titrisation
	A. Effet de commerce (“commercial paper”)	6. Annexe sur les Collateralized Loan and Collateralized Debt Obligations (CDO)
	B. Obligations senior et subordonnées	7. Améliorations des termes du crédit
	C. Actions, ordinaires et privilégiées	8. Annexe sur les autres instruments des marchés financiers
	D. Titrisations	9. Annexe sur les questions de sélection pour les banques d'investissements en tant que garantes d'émissions
	E. Collateralized Debt Obligations (CDO)	
VII.	Améliorations des termes du crédit	
	A. Garanties financières	
	B. Lettres de crédit stand-by	
VIII.	Questions de sélection pour banques d'investissements en tant que garantes d'émissions	
IX.	Présentation du succès de votre institution aux agents de notation et investisseurs	

Remerciements



- ▶ Ce manuel est le résultat de la collaboration de Women's World Banking (WWB) avec une équipe d'employés de Lehman Brothers, Inc., qui ont offert leur temps et leurs compétences professionnelles dans le cadre du programme de responsabilité sociale de l'entreprise. WWB exprime sa plus sincère gratitude aux collaborateurs suivants de Lehman Brothers, pour leur participation active à ce projet :
 - À l'équipe de recherche – Bhakti Mirchandani, Murali Valluri, Pradip Ghosh, Amrit David, Isaac Chu, Rahul Pande et Chaitanya Penubarthi – nos plus vifs remerciements pour leur travail de recherche et de rédaction de ce manuel.
 - À Ashish Shah, Srinivas Modukuri et Gaurav Tejwani, nos remerciements pour avoir partagé leurs compétences de relecteurs afin de réaliser un manuel irréprochable.
 - Nos remerciements vont aussi à Paresh Patel, Président du Comité philanthropique du réseau de Lehman Brothers en Asie et Jo Weiss, Directeur des libéralités stratégiques, qui ont parrainé ce projet.
- ▶ WWB a conçu ce projet et l'Équipe des produits et services financiers, composée de Louise Schneider-Moretto, Rocío Cavazos et Christina Frank, a apporté des contributions significatives tout au long de son développement. Elle tient à les remercier personnellement pour l'appui qu'elle a reçu de l'ensemble de l'équipe de Lehman Brothers et des efforts consentis par cette dernière, ainsi que par les membres du réseau pour leur précieuse contribution. Cette publication a en outre bénéficié, pour sa mise en page et son travail éditorial, de l'aide de Donald Creedon et de Robin Francis, de l'Équipe communication de la WWB et aussi de l'aide de Jérémy Hajdenberg et Antoine Chiquet des Investisseur et partenaire avec la traduction.
- ▶ **Women's World Banking** est une organisation sans but lucratif, leader dans le domaine de la microfinance, qui agit en faveur du développement, de la participation et du pouvoir des femmes à faible revenu et de leur famille, en leur donnant accès aux informations et aux services financiers. L'équipe centrale de WWB est basée à New York. Elle travaille en étroite coopération avec le réseau WWB, qui compte plus de 50 partenaires de microfinance, pour aider les femmes à faibles revenus à démarrer de petites entreprises pérennes et échapper ainsi à la misère. Le réseau de la BMF touche près de 23 millions de clients répartis dans plus de 30 pays.
- ▶ **Lehman Brothers**, est un acteur majeur de la finance internationale qui, à, consacre son activité innovante à satisfaire les besoins financiers des entreprises, des gouvernements et des municipalités, ainsi que des clients institutionnels et des personnes physiques fortunées dans le monde entier. Fondé en 1850, Lehman Brothers conserve des positions leader dans les domaines des ventes, la négociation et de la recherche sur les marchés des actions et des obligations, la banque d'affaires, la gestion privée, la gestion d'actifs et de patrimoines privés. Son siège principal est à New York avec des sièges régionaux à Londres et Tokyo avec un réseau de bureaux dans le monde entier.

LEHMAN BROTHERS

Copyright © 2006 Women's World Banking
Tous droits réservés

Aucune partie de ce manuel ne peut être photocopiée, traduite ou réduite à un support électronique ou sous une forme lisible par une machine sans le consentement écrit préalable de la Banque Mondiale des Femmes.

Gestion financière de la WWB

Séries de publications

- ▶ Consciente du potentiel de croissance des institutions de microfinance (IMF) bien gérées, la Women's World Banking a développé des outils et des formations visant à aider les IMF à construire des structures et des systèmes de gestion financière perfectionnée, vitaux pour la captation de nouvelles formes de capital et la négociation de meilleurs délais de financement.

- ▶ Le leadership de la WWB dans ce domaine se traduit par des publications et des outils supplémentaires dans sa série Gestion financière, y compris :
 - La Gestion du risque de change en microfinance
 - Les Stratégies d'intégration financière : accès à l'endettement aux conditions de marché
 - Des boîtes à outils pour le développement d'une politique de gestion des risques financiers
 - Des cours électroniques : Développement et utilisation des outils de gestion des risques financiers

- ▶ Ces cours, ainsi que d'autres publications et outils de microfinance, se trouvent sur le site Web de la WWB, à l'adresse : www.womensworldbanking.org.



- ▶ **Objectif :** Ce manuel a pour but de fournir aux directeurs généraux, directeurs financiers et autres décideurs importants des institutions de microfinance (IMF) un aperçu des marchés financiers. À mesure que les marchés financiers des économies émergentes gagnent en profondeur, les IMF sont de plus en plus en mesure d'y accéder. Cet accès permet aux IMF de diversifier leurs sources de financement, de réduire leur exposition aux risques de change (en préférant les sources de capitaux locales aux sources étrangères) et de soutenir la croissance et la diversification des produits de prêt (par ex. les prêts au logement) au travers d'un allongement des délais de financement. En outre, l'accès aux marchés financiers augmente la prise de conscience publique de la microfinance et des IMF, et entraîne une augmentation de la capacité de celles-ci, à mesure qu'elles s'adaptent pour satisfaire les demandes des marchés financiers, à la recherche d'une plus grande transparence.
- ▶ **Historique :** La compréhension des marchés financiers, à savoir de leur fonctionnement, des principaux intervenants, des instruments disponibles, de la manière de sélectionner les conseillers financiers et les banques d'affaires, ainsi que de la manière de préparer et d'accéder à ces marchés, est essentielle pour les IMF qui s'intéressent à l'élargissement et à la diversification de leur offre de produits aux clients. Dans le but d'aider les IMF à développer une vision de l'accès aux marchés financiers et leur compréhension des éléments ci-dessus, Women's World Banking (WWB) a organisé des ateliers annuels sur les marchés financiers. À mesure que les IMF élargissent leur accès aux divers instruments des marchés financiers (y compris les récentes opérations des IMF sur obligations, CDO, titrisations, couvertures de change), la BMF a détecté le besoin de développer un manuel de base destiné à aider les cadres des IMF à comprendre et à faire la distinction entre ces diverses offres du marché. Le manuel ci-joint a été développé en partenariat avec Lehman Brothers, une banque d'affaires leader disposant de compétences significatives dans le domaine des marchés financiers, dans le cadre du programme de responsabilité sociale de la firme. L'espoir est que les IMF développent une assise solide dans ces concepts et recherchent les opportunités de développer les marchés financiers sur le plan local ou international.
- ▶ **Structure :** Le manuel dresse un tableau des marchés financiers en incluant un aperçu des principaux acteurs de ces marchés, des instruments qu'ils utilisent, de la comparaison entre émissions privées et publiques et de la procédure de notation. Il contient également une liste de vérifications pour la sélection des banques d'affaires ou des conseillers financiers, des conseils sur la présentation du succès de l'institution pour les agents de notation et les investisseurs, ainsi que de nombreuses annexes élargissant ces concepts et instruments de base.

Section I



Introduction aux marchés financiers

En quoi consistent les marchés financiers ?

- ▶ Des marchés où les instruments financiers tels que les obligations (emprunts financiers) ou les actions (parts du capital des entreprises) sont achetés et vendus
- ▶ Cela inclut à la fois les offres primaires (valeurs émises pour la première fois en faveur des investisseurs) et les offres secondaires (revente de valeurs déjà émises)
- ▶ Les participants sont les établissements émetteurs, les gouvernements et les municipalités, les investisseurs institutionnels et les investisseurs particuliers, les courtiers en valeurs mobilières et les banques
- ▶ Généralement régulés par une autorité locale telle que, aux États-Unis, la « Securities and Exchange Commission (SEC) », au Royaume-Uni la « Financial Services Authority (FSA) », en Inde le « Securities and Exchange Board of India (SEBI) », au Brésil la « Comissão de Valores Mobiliários (CVMI) et au Mexique, la « Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) »

Exemples de dimensions des principaux marchés :

	Dettes intérieure en cours (Mds USD) ¹		Capitaux du marché des actions (USD) ²
▶ États-Unis	20 311 Total	14 386 Non gouvernemental	15 364
▶ Japon	8 371 Total	1 766 Non gouvernemental	4 504
▶ Brésil	523 Total	113 Non gouvernemental	533
▶ Inde	279 Total	11 Non gouvernemental	583
▶ Malaisie	124 Total	72 Non gouvernemental	189
▶ Indonésie	50 Total	6 Non gouvernemental	96,5

1. Décembre 2005

2. À la clôture du 16 juillet 2006

Avantages de l'accès aux marchés financiers pour les émetteurs

- ▶ Ce que proposent les marchés financiers :
- ▶ Diversification du financement par de nouvelles sources de capitaux
- ▶ Accès aux grandes sources de fonds ;
- ▶ Taux de financements pouvant être plus favorables que ceux des prêts bancaires, du financement privé ou d'autres sources de capital ;
- ▶ Durées plus longues que celles habituellement disponibles auprès des banques et de nombreux investisseurs spécialisés ;
- ▶ Publicité auprès d'un large public et dynamisation de l'image de l'émetteur ;
- ▶ Informations précieuses sur la perception du marché à l'égard de la pertinence d'une certaine démarche de l'émetteur au travers des mouvements du cours des valeurs (s'il existe un marché secondaire actif, ce qui n'est pas le cas dans de nombreux marchés émergents locaux) ;

Inconvénients de l'accès aux marchés financiers pour les émetteurs

- ▶ Nécessité de faire preuve de responsabilité à l'égard des investisseurs de l'extérieur, ce qui exige d'accorder une attention accrue aux relations et à la gestion transactionnelle ;
- ▶ Restrictions éventuelles sur l'utilisation des fonds (clauses restrictives des obligations) ;
- ▶ Exigences de plus grande transparence, ce qui suppose une multiplication des rapports ;
- ▶ Coûts administratifs potentiellement élevés ;

Critères de base pour l'accès aux marchés financiers



Marchés financiers : Définitions



- ▶ **Auditeur**
 - Cabinet d'expertise comptable qui examine et vérifie les livres financiers de la société et les justificatifs qui l'accompagnent, pour les confronter aux normes et procédures comptables et confirmer que l'IMF est en conformité avec ces procédures.
- ▶ **“Comfort Letter”**
 - Déclaration des auditeurs fournie à une société qui se prépare à une offre publique de valeurs mobilières, confirmant que les données financières du prospectus suivent les directives des rapports financiers.
- ▶ **Émetteur**
 - Entité juridique qui développe, enregistre et vend des valeurs mobilières aux fins de financement de ses opérations. Les émetteurs peuvent être des gouvernements, des entreprises, des organismes de placements collectifs ou d'autres entités juridiques, telles que des ONG (si elles y sont autorisées sur ce marché)
- ▶ **Offre primaire**
 - Définie comme le fait de rendre une nouvelle émission disponible pour le public au travers d'une convention de prise ferme. Après l'émission d'origine, la négociation de ces valeurs entre investisseurs s'effectue dans le marché secondaire.
- ▶ **Prospectus ***
 - Document juridique traduisant l'offre à la vente de valeurs mobilières. Il indique les détails de l'offre : les délais, l'émetteur, l'utilisation prévue des fonds, l'historique des états financiers et toute autre information déterminante pour la décision d'investissement. La version provisoire du prospectus, produite avant la fixation du prix d'émission, est également appelée « red herring ». Le prospectus final comporte les termes définitifs notamment les modalités sur le prix d'émission.
- ▶ **“Roadshow” ***
 - Série de réunions avec des investisseurs potentiels, organisée par une société et son preneur ferme, avant une offre publique.
- ▶ **Titrisation * (Securitization)**
 - Processus qui consiste à regrouper des obligations, telles que des prêts hypothécaires, dans un fonds en gestion commune qui peut ensuite être vendu à des investisseurs sous forme de valeurs mobilières.
- ▶ **“Trustee”**
 - Individu ou agent (par ex. un cabinet d'avocat, une banque, un courtier) en qui les investisseurs délèguent leurs pouvoirs et qui administre des entités juridiques spécialement constituées en tant que véhicules d'émission (fréquemment requis dans le cadre des titrisations).
 - Les administrateurs gèrent les actifs et les passifs de l'entité émettrice pour l'usage et au profit des investisseurs qui ont placé des fonds dans l'entité.
- ▶ **Preneur ferme**
 - Intermédiaire (en règle générale une banque d'affaires) positionné entre l'émetteur d'une valeur mobilière et le public : il s'engage ferme sur le placement d'une certaine quantité de titres, quel que soit l'accueil fait par le public à l'émission.

* Des informations supplémentaires à ce sujet sont disponibles dans l'annexe.

Marchés financiers : chronologie illustrative

Financement par les marchés financiers :

Planification de l'opération

Identification des besoins de financement et les possibilités offertes par le marché
Choix de conseillers (preneur ferme, conseiller juridique, cabinet d'audit)

Lancement de la procédure de Diligence

Démarrage de l'audit et de la préparation des données
Préparation de la présentation à l'agence de notation
Compilation et passage en revue de la documentation requise
Ebauche des supports de communication sur l'offre

Finalisation de la structuration, de l'audit, de l'étude juridique et de la documentation

Conception la structure de la transaction
Analyse du cash-flow et modélisation du risque
Finalisation des présentations aux agences de notation
Obtention des approbations nécessaires des Autorités de régulation et du gouvernement
Validation des termes de la transaction et de clauses restrictives

Marketing

Fixation du prix

Clôture

Temps



Les IMF qui souhaitent se financer par les marchés financiers devront passer par ces étapes :

- ▶ **Planification en profondeur de l'opération avant son exécution :**
 - Recherche d'experts (à rejeter en fin de phrase: preneurs ferme, auditeurs, conseiller juridique, administrateurs ou trustees) de la stratégie de financement.
 - Dette, capital, titrisation*
 - Choix du moment et de la taille de l'opération
 - Offre cotée ou non cotée ?**
 - Se préparer en interne pour répondre aux besoins de l'agence de notation, des investisseurs ou de la prise ferme¹
 - Ce processus couvrira les problèmes commerciaux, juridiques, formels et comptables
 - Actualiser ou obtenir des notations de l'émetteur ou des notations « institutionnelles » (dans certains cas, la structure financière devra faire l'objet d'une notation séparée)

- ▶ **Conditions juridiques et de documentation** qui remplissent les normes sur le plan local et/ou international, y compris :
 - Derniers états financiers audités
 - Prospectus (voir diapositive suivante)
 - Décision du Conseil autorisant l'émission
 - Opinion légale du conseiller juridique de l'émetteur et du preneur ferme
 - Lettre de confort de l'auditeur
 - Visas des régulateurs

1. Indépendamment de savoir si l'IMF recherche des capitaux sous forme d'obligations ou d'actions, des diligences raisonnables significatives seront requises par les preneurs ferme, les avocats, les auditeurs, les agences de notation et les investisseurs potentiels

* Des informations supplémentaires sur la titrisation sont disponibles dans l'annexe.

** Les descriptions des offres publiques et privées sont abordées dans la Section 4.

Marchés financiers :

Documentation juridique et de marketing



- ▶ En règle générale, et bien que les critères de l'organe de régulation de chaque pays soient différentes, le prospectus utilisé pour une transaction du marché financier est établi par les avocats, les auditeurs, les preneurs ferme et les représentants de la société (IMF) et inclut les composants suivants : une explication de l'offre (y compris les conditions); l'émetteur, l'utilisation envisagée des fonds, les états financiers historiques et les autres informations susceptibles d'aider un investisseur à juger du caractère adéquat de l'investissement.

- ▶ La version provisoire est également appelée « red herring ».

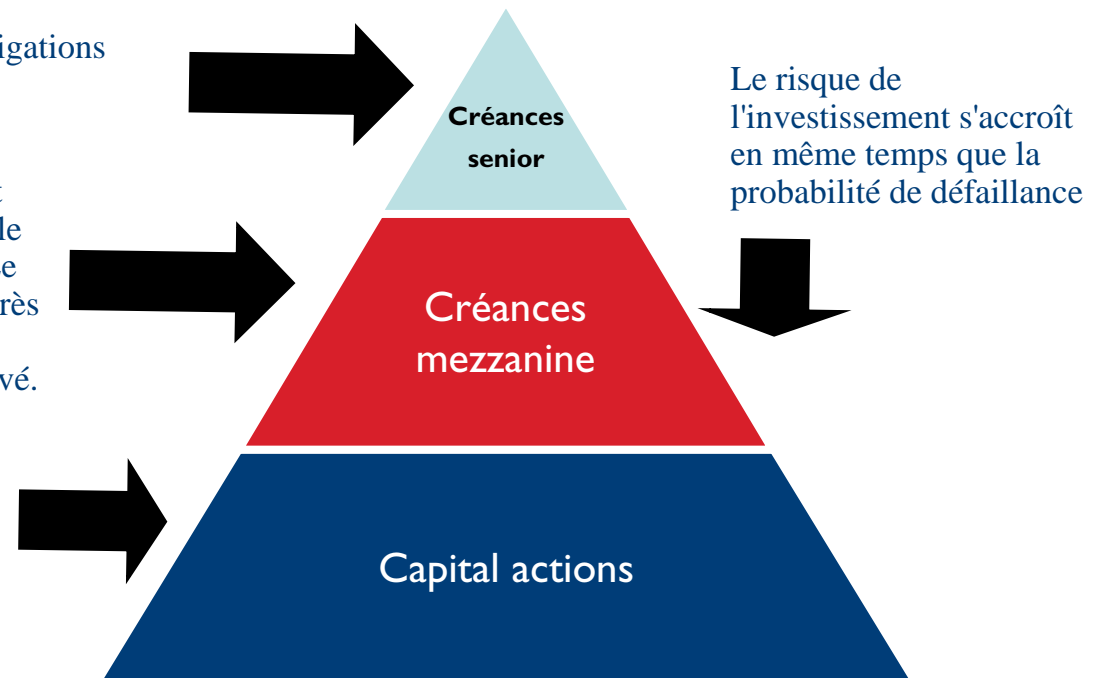
- ▶ Le prospectus inclut en règle générale les sections suivantes :
 - Notice aux investisseurs (leur conseillant le plus souvent de consulter un avocat avant tout achat ou revente)
 - Résumé de l'offre
 - Facteurs de risque
 - Utilisation des fonds
 - Notations
 - Description de l'offre
 - Description de l'émetteur
 - Situation financière de l'émetteur (états financiers de 3 ans minimum)
 - Informations fiscales et juridiques
 - Plan de distribution
 - Restrictions sur les achats et transferts
 - Index des termes définis
 - Exemples de lettres d'achat (dans lesquelles les investisseurs attestent qu'ils remplissent les conditions pour se porter acheteur)

Les transactions sur les marchés financiers impliquent des valeurs mobilières aux profils risque-rentabilité variés

Les créances senior ont la priorité la plus élevée. Les obligations senior sont les premières à être remboursées en cas de défaillance.

Le financement mezzanine est une forme de financement « junior » ou d'obligations « subordonnées » qui remplit le vide entre les obligations senior et l'émission d'actions. Le financement de mezzanine, remboursable uniquement après les créances senior, comporte un intérêt plus élevé pour récompenser les prêteurs qui assument un risque plus élevé.

Le financement par actions représente une participation au capital d'une société ou d'une SPV. La présence de capital actions fournit un tampon pour les investisseurs senior et mezzanine. Les paiements aux porteurs d'actions viennent toujours après ceux des créanciers obligataires.



- ▶ Lors de la structuration des opérations des marchés financiers, la répartition du financement entre créances prioritaires, créances mezzanine et capital actions affectera la notation des valeurs mobilières ainsi que le coût des fonds. Comme nous en discuterons plus tard, plus la notation sera élevée et plus le risque couru par les investisseurs sera faible et, en conséquence, moins le taux de rentabilité sera élevé.
- ▶ Dans le cas des titrisations, une structure d'accueil (Special Purpose Vehicle – montage spécifique – SPV) est créé spécialement pour vendre des actifs de différents degrés de risque, en fonction de la répartition du financement entre créances senior, créances mezzanine et capital actions.

Présentation des marchés financiers

- ▶ **Le marketing** au travers des démarches (roadshow) du management fait partie intégrante du processus de mobilisation des fonds :

Méthodologie	Avantages	Commentaires
▶ Présentations personnelles (individuelles ou en groupe)	▶ La présentation en direct permet un contact plus proche avec l'investisseur	▶ Portée limitée
▶ Appels en conférence individuels	▶ Réduit le coût du marketing tout en permettant d'atteindre un plus large public	▶ Limite quelque peu l'interaction avec les investisseurs
▶ Conférence téléphonique globale avec des investisseurs	▶ Réduit le coût de la promotion tout en permettant d'atteindre un plus large public ▶ Message plus cohérent	▶ Limite l'interaction des investisseurs
▶ Présentations « En ligne »	▶ Réduit le coût de la promotion tout en permettant d'atteindre un plus large public ▶ Message plus cohérent	▶ Contraintes technologiques potentielles ▶ Traitement réglementaire incertain ¹ ▶ Limite l'interaction des investisseurs

1. Les informations données aux investisseurs potentiels à propos des offres primaires sont souvent sujettes à des contraintes réglementaires. Cependant, des restrictions appropriées à l'utilisation de la technologie Internet font toujours l'objet de débats dans la plupart des juridictions.

- ▶ **Les mécanismes et la méthodologie** de l'établissement des prix dépendent d'un nombre élevé de facteurs :
 - Type de financement
 - Endettement ou capital-actions ?
 - Garanti ou non garanti ?
 - Public ou privé ?
 - Convention de prise ferme
 - Le preneur ferme convient généralement d'une approche sur la base du « meilleur effort » dans laquelle l'IMF supporte le risque si toutes les nouvelles valeurs mobilières ne sont pas vendues (comme, par ex. une insuffisance du financement souhaité par l'IMF)
 - Dans les marchés plus compétitifs et plus développés tels que les États-Unis, un preneur peut passer une convention de prise ferme aux termes de laquelle l'émetteur est assuré de recevoir un montant fixe de financement, même si le preneur n'est pas en mesure de vendre toutes les valeurs mobilières
 - Base et intérêt des investisseurs
 - Un intérêt élevé des investisseurs peut aider à réduire le coût du financement
 - En règle générale, l'intérêt des investisseurs dépend fortement du niveau de sécurité qu'ils ressentent vis à vis de l'entité émettrice
 - Privé ou public
 - Les transactions privées peuvent parfois s'avérer moins coûteuses car elles évitent certains frais élevés d'enregistrement et d'archivage
 - Les transactions publiques, en revanche, peuvent permettre le développement d'une plus large base d'investisseurs
 - L'enregistrement public peut permettre l'établissement d'un prix moins élevé, considérant que les coûts de transaction des placements privés peuvent s'avérer plus faibles
 - Mécanisme de vente
 - Le prix de vente pour un paquet d'actions est établi par les preneurs, qui développent en règle générale une plage d'évaluation basée sur une révision des due diligences des bénéficiaires pro-forma et des multiples prix/bénéficiaires de sociétés inscrites à la cote
 - La procédure traditionnelle de mise aux enchères implique que la vente s'effectue au plus offrant. Dans la vente au cadran, l'offre gagnante correspond au prix le plus bas permettant de vendre toutes les valeurs mobilières émises (les Bons du Trésor américains sont vendus selon ce mécanisme)

Section 3



Principaux intervenants dans les transactions des marchés financiers

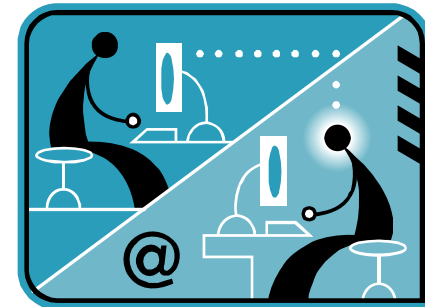
Principaux intervenants d'une opération sur les marchés financiers



Émetteur (IMF)



Bourse des valeurs mobilières



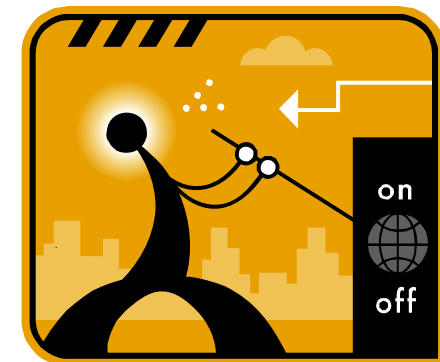
Preneur ferme



Agence de notation



Investisseur



Régulateur

Principaux intervenants des opérations sur les marchés financiers



Émetteur

- ▶ Une personne juridique qui développe, enregistre et vend des valeurs mobilières dans le but de financer ses opérations
- ▶ Les émetteurs sont juridiquement responsables des obligations de l'émission et de la communication de leur situation financière, des développements substantiels et des autres activités opérationnelles, conformément aux réglementations de leur ressort
- ▶ Les types de valeurs mobilières les plus fréquemment émises sont les obligations (promesses, débentures, lettres de change), ainsi que les actions ordinaires et préférentielles

Preneur ferme

- ▶ Une société ou une autre entité (banque d'affaires, banque commerciale ou autre institution financière) qui administre l'émission et la distribution des valeurs mobilières d'une société ou d'un autre émetteur
- ▶ Un preneur ferme travaille en étroite collaboration avec l'émetteur pour déterminer le prix de souscription des valeurs mobilières, il les achète auprès de l'émetteur et les vend aux investisseurs au travers de son réseau de distribution

Agence de notation

- ▶ Une société qui analyse la solvabilité des sociétés et des pays et leur attribue des notations de crédit. Cette société attribue aussi à l'opération une notation sur la structure financière
- ▶ La notation de crédit est un indicateur financier pour les investisseurs potentiels en valeurs mobilières telles que des obligations

Bourse des valeurs

- ▶ Une bourse des valeurs fournit des installations pour permettre aux courtiers de négocier des actions de sociétés et d'autres valeurs mobilières
- ▶ Les bourses de valeurs mettent aussi leurs installations à disposition pour l'émission et le rachat de valeurs mobilières, ainsi que d'autres instruments financiers et pour d'autres événements financiers tels que le paiement des coupons et des dividendes

Investisseurs

- ▶ Banques, Fonds communs de placement, Fonds de pension, Compagnies d'assurance, Gestionnaires de portefeuille, Gouvernements et investisseurs particuliers

Régulateur

- ▶ Un régulateur assure la surveillance qui soumet les institutions financières et les émetteurs à certaines exigences, restrictions et directives ayant pour but de maintenir l'intégrité du système financier

Section 4

Description de la procédure de notation



Pourquoi établir une notation ?

Bien que la notation puisse augmenter le coût d'obtention des capitaux, c'est une méthode sans équivalent pour établir la crédibilité d'un emprunteur de manière indépendante

Confort des investisseurs

- ▶ Dans les marchés des obligations, les investisseurs requièrent souvent que les notations soient déterminées avant d'engager des capitaux
 - Permet aux investisseurs d'évaluer le risque de la valeur mobilière émise
 - De nombreux investisseurs institutionnels ne sont pas autorisés à investir dans des valeurs mobilières non notées
- ▶ Les IMF peuvent requérir plus de préparation pour établir une notation en raison de leur historique plus limité auprès des grandes agences de notation (qui devront elles aussi comprendre les principales différences entre les IMF et les grandes institutions financières) et de l'utilisation spécialisée des fonds

Auto-contrôle

- ▶ Le fait de se préparer pour la présentation à l'agence de notation fournit à l'émetteur une procédure qui lui assure d'avoir entièrement évalué la stratégie de l'entreprise
- ▶ Agit aussi comme un mécanisme pour ouvrir le plan de développement à une vérification externe, vérifier les hypothèses et la viabilité à long terme



Marketing

- ▶ Une notation permet également de mieux cibler le public investisseur approprié
- ▶ Permet aussi d'identifier le cours précis de la valeur mobilière émise

Une notation peut être une composante essentielle de la conviction du marché de ce que la valeur mobilière a subi un examen externe approfondi et permettra de développer la confiance des investisseurs dans l'émetteur et son plan de développement

Directives de notation

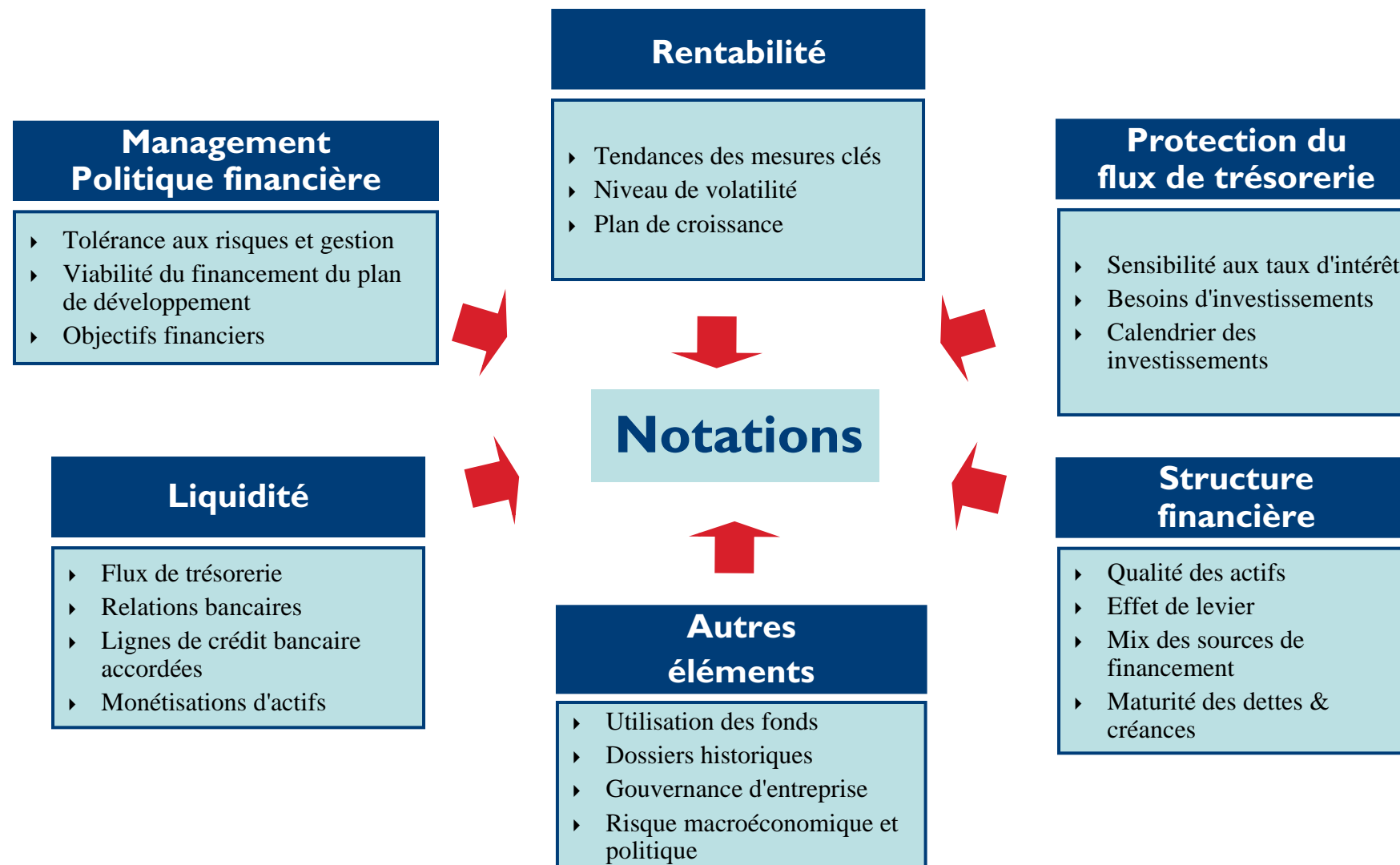
S&P, Moody's et Fitch publient des notations sur les entreprises afin de quantifier leur capacité à honorer leurs obligations financières

Échelle de notation			Explication	
 Solvables  Non solvables (Obligations junk)	Moody's	S&P	Exemples	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 'AAA' est la plus haute notation attribuée par les agences de notation et elle traduit que la capacité du débiteur à faire face à ses engagements financiers découlant de son obligation est extrêmement grande. ▶ 'AA' diffère très peu de 'AAA'. La capacité du débiteur à faire face à ses engagements financiers découlant de son obligation est très grande. ▶ Une notation 'A' est un peu plus sensible aux effets contraires des changements dans les circonstances et à la situation économique les obligations pour les catégories de notation plus élevées. Cependant, la capacité du débiteur à faire face à ses engagements financiers découlant de son obligation est encore solide. ▶ Une obligation notée 'BBB' montre des paramètres de protection adéquats. Cependant, une situation économique adverse ou des circonstances changeantes peuvent affaiblir plus probablement la capacité du débiteur. ▶ Une notation 'BB' indique constamment des incertitudes majeures ou de plus grands risques face à une situation commerciale, financière ou économique adverse, qui pourrait conduire le débiteur à une capacité inadéquate de faire face à ses engagements financiers découlant de l'obligation. ▶ Une notation 'B' est plus vulnérable aux défauts de paiement que les obligations notées 'BB', mais le débiteur présente actuellement la capacité de faire face à ses engagements financiers découlant de son obligation ▶ Une notation 'CCC' est actuellement vulnérable aux défauts de paiement et dépend d'une situation commerciale, financière et économique favorable pour que le débiteur affronte les engagements financiers découlant de son obligation. ▶ Une notation 'CC' ou 'C' est extrêmement vulnérable aux défauts de paiement. ▶ Une notation 'D' correspond à un défaut de paiement.
	Aaa1	AAA+	Gouvernement US / GB	
	Aaa2	AAA	France	
	Aaa3	AAA-		
	Aa1	AA+		
	Aa2	AA		
	Aa3	AA-	Italie	
	A1	A+		
	A2	A	Chili	
	A3	A-	Chine	
	Baa1	BBB+	Afrique du Sud / Mexique	
	Baa2	BBB	Russie	
	Baa3	BBB-		
	Ba1	BB+	Inde / Égypte / Maroc	
	Ba2	BB	Brésil / Colombie	
Ba3	BB-	Pérou / Vietnam		
B1	B+			
B2	B	Pakistan		
B3	B-	République Dominicaine		
Caa1	CCC+			
Caa2	CCC			
Caa3	CCC-			
D	D			

* Notations du 19 juillet 2006

Facteurs influençant une notation

L'émetteur doit être capable de présenter les facteurs suivants lorsqu'il approche l'agence de notation



Procédure de notation : Ligne de temps (chronologie)



Semaine 1

- ▶ Établir une requête formelle et choisir une date de réunion
- ▶ Signer une convention avec l'agence de notation
- ▶ Identifier les principaux participants
- ▶ Commencer à compiler des informations et ébaucher la présentation

Semaines 2 - 3

- ▶ Finaliser les présentations écrite et verbale
- ▶ Envoyer la présentation écrite finale aux agences de notation
- ▶ Séance de préparation de la réunion
- ▶ Réunion des agences de notation

Semaines 4-6¹

- ▶ L'agence de notation évalue les documents reçus et exécute sa propre diligence raisonnable à propos de la société et du secteur
- ▶ Décision de notation crédit

Rôle du conseiller financier ou du preneur ferme

- ▶ Services assurés dans le cadre du processus initial de l'agence de notation :
 - Programmer les réunions avec l'agence de notation et s'assurer la présence et la couverture des analystes appropriés
 - Orientation et assistance dans la préparation de la présentation formelle
 - Identifier et aider à l'analyse des problèmes essentiels et de leur impact sur les notations
 - Préparer le management du client en vue de la présentation verbale
 - Assister aux présentations en tant qu'observateur
 - Solliciter les réactions et structurer des conversations de suivi avec les agences
 - Informer à propos d'une réponse de suivi aux questions posées par les agences de notation
- ▶ Services assurés dans le cadre d'une relation client permanente :
 - Surveiller / anticiper les changements de notation et informer le client
 - Informer à propos de l'impact des événements stratégiques et opérationnels
 - Conseil sur le dialogue et les relations avec les agences
 - Assister aux réunions annuelles de notation
 - Créer un « pont » informel entre les agences et l'émetteur

1. Le calendrier ci-dessus est destiné à une opération sur les marchés financiers. En fonction de l'agence de notation, le montant du temps passé sur le terrain par les évaluateurs et le niveau des performances de l'IMF, le processus peut se rapprocher de 6 semaines. Cette chronologie de 6 semaines pour les évaluateurs des principales agences est similaire en longueur à celle de nombreux évaluateurs IMF spécialisés. Dans le cas de Microrate, la phase d'analyse préalable est suivie d'une visite à l'IMF, puis de 1-2 semaines de préparation d'un projet de rapport et attribution, suivi par 1-2 semaines au cours desquelles les commentaires de l'IMF sont intégrés dans le rapport, puis de 1 semaine de processus d'approbation finale de l'agence de notation.

Microfinance spécialisée ou Grandes agences de notation

	Agences de notation spécialisées en microfinance	Grandes agences de notation ¹
Avantages pour les IMF	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Peut être moins coûteux ▶ Reconnu par les investisseurs spécialisés ▶ Une analyse opérationnelle et financière intéressante; une évaluation approfondie et spécialisée qui prend en compte une vision globale de l'IMF 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Des notations largement reconnues sont utiles pour accéder à un plus grand nombre d'investisseurs. ▶ Une notation élevée peut valider les performances financières
Avantages pour les investisseurs	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Les notations aident les investisseurs à comprendre l'apparition, les risques financiers et opérationnels spécifiques aux IMF 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Moody's, S&P et Fitch sont de grands investisseurs bien connus ▶ Pour les IMF qui recherchent un financement international plutôt que local, la méthodologie de notations à l'échelle globale des grandes agences permet d'effectuer des comparaisons entre les secteurs et les zones géographiques
Inconvénients pour les IMF	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Les notations doivent faire leurs preuves, avec le temps, → beaucoup des agences de notation spécialisées peinent pour établir leur crédibilité ▶ Certaines agences IMF ont lancé des entreprises auxiliaires (conseil), ce qui a miné leur image d'objectivité 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ L'obtention d'une notation peut s'avérer très coûteuse, étant donné que la plupart des IMF sont plus petites que les autres sociétés de services financiers telles que les banques
Inconvénients pour les investisseurs	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Les notations de microfinance sont spécialisées dans le secteur et risquent de ne pas fournir une norme uniforme pour la comparaison des possibilités d'investissement 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Les grandes agences de notation peuvent manquer des compétences nécessaires pour analyser la création, les risques financiers et opérationnels spécifiques des IMF
Exemples	<ul style="list-style-type: none"> ▶ MicroRate, MCRIL, PlaNet Rating et Microfinanza sont des agences de notation bien connues et respectées dans le monde spécialisé de la microfinance 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Les agences Compartamos du Mexique, ProCredit d'Allemagne, FWFB de Colombie et Acleda du Cambodge sont toutes notées par Moody's, Standard and Poor's ou Fitch

1. Alors que les agences de notation les plus importantes sont souvent appelées les « grandes » agences, la principale distinction tient au fait qu'elles fournissent une notation de « crédit » de la capacité de l'institution à satisfaire ses obligations, alors que les agences de notation spécialisées se focalisent sur la solidité institutionnelle et l'évaluation d'ensemble de l'IMF.

Agences de notation spécialisées dans la microfinance



	Microrate	M-CRIL
Date de création	▶ 1996	▶ 1998 (créée), 1999 (enregistrée)
Focalisation géographique	▶ Amérique Latine, Afrique	▶ Asie
Nombre de notations	▶ 54 en 2005 et plus de 270 IMF au total ▶ 1 notation CDO	▶ 250 IMF et notations de crédit
Réputation	▶ Première agence de notation spécialisée dans l'évaluation des institutions de microfinance. Connue pour sa crédibilité et son caractère scrupuleux, au point d'avoir perdu un certain nombre de clients.	▶ Leader en termes de volume → de connaissances spécialisées sur l'Asie. Note les IMF d'une grande variété de formes organisationnelles. L'immense majorité des notations de M-CRIL sont effectuées en Inde.
Méthodologie	▶ Notation des performances qui étudie 5 secteurs généraux : opérations de microfinance, qualité du portefeuille, management et organisation (y compris la gestion des risques et les contrôles, SIM, productivité, efficacité et personnel), gouvernance et positionnement stratégique, mise en évidence spéciale des performances financières et du risque de crédit.	▶ Étudie le risque externe, le risque crédit, le risque de marché et le risque de fraude ; vérifie la qualité de la gouvernance, la profondeur et l'efficacité des systèmes de gestion, ainsi que la santé financière de l'institution
Entreprises auxiliaires et Divers	▶ Les projets spéciaux, souvent des vues d'ensemble macros (par exemple l'évaluation du secteur de la microfinance dans des pays ou des régions spécifiques pour les organisations de développement)	▶ Recherche sectorielle, surveillance des performances sociales. M-CRIL est une filiale de EDA Rural Systems qui s'occupe de formation et d'augmentation des capacités dans le secteur de la microfinance

Agences de notation spécialisées dans la microfinance



	PlaNNet Rating	Microfinanza
Date de création	▶ 1999	▶ 1996
Focalisation géographique	▶ Plus de 35 pays du monde	▶ Europe Orientale et Balkans, Asie Centrale et Caucase, Afrique et Amérique Latine et Caraïbes (ALC)
Nombre de notations	▶ 145	▶ 40
Réputation	▶ Les rapports tendent à être plus longs et plus détaillés et semblent orientés vers un public de donateurs.	▶ Microfinanza a réussi à s'établir en Amérique Latine, aux Caraïbes et en Afrique en offrant un produit de notation moins cher que MicroRate.
Méthodologie	▶ Méthodologie GIRAFE : Gouvernance et prise de décision, Informations et Systèmes, Gestion des risques, Activités et services, Financement et liquidité, Efficience et rentabilité	▶ Une notation de Microfinanza couvre : le contexte externe ; gouvernance et structure opérationnelle ; produits financiers ; structure et qualité des actifs ; structure financière ; résultats financiers et d'exploitation ; objectifs stratégiques et besoins financiers avec une combinaison 50/50 d'informations qualitatives et quantitatives
Entreprises auxiliaires et Divers	▶ Capital détenu à 70 % par PlanNet Finance, qui développe son activité de conseil auprès des IMF et a lancé ses propres fonds de microfinance	▶ Cabinet de conseil spécialisé en microfinance avec une division spécialisée, Microfinanza Rating

Grandes agences de notation

	S&P	Moody's	Fitch
Date de création	▶ 1941	▶ 1909	▶ 1913
Focalisation géographique	▶ Global (Le S&P Global 1200 couvre 31 marchés et environ 70 % de la capitalisation mondiale du marché). Les notations IMF se focalisent sur l'Amérique Latine	▶ Global	▶ Global pour la maison-mère de Fitch ▶ 12 IMF notées par le groupe ProCredit, ainsi que la notation CDO de ProCredit Bulgarie ▶ A émis également des notations pour 6 FFP, 6 Mutuelles, 1 Coopérative et 2 banques en Bolivie ▶ Les notations supplémentaires d'IMF produites par Duff & Phelps concernent FWFB Colombie (Cali)
Nombre d'émetteurs notés	▶ 30 Milliards de dollars de dette, représentés par près de 750 000 valeurs mobilières émis par plus de 40 000 emprunteurs ▶ 4 IMF (2 notés confidentiellement par des institutions)	▶ 70 000 obligations financières structurées, 25 000 émetteurs financiers publics, 11 000 sociétés émettrices, 100 émetteurs souverains	▶ La couverture totale de 3 100 institutions financières, dont 1 600 banques et 1 400 compagnies d'assurance, en ce compris 20 IMF
Méthodologie	▶ S&P analyse la solvabilité d'un titre d'emprunt, comparé à toutes les autres émissions et à tous les émetteurs de titres d'emprunt du monde afin d'obtenir une échelle globale des notations de titres d'emprunt. En outre, S&P attribue des notations sur l'échelle nationale, où l'univers de comparaison se limite aux émissions et aux émetteurs d'obligations au sein d'une même nation (pour une émission d'obligations locales). À l'instar de Moody's, les notations S&P sont à raison de 50/50 % qualitatives et quantitatives	▶ Les notations de Moody's mettent en évidence le risque de crédit et la solvabilité d'un émetteur tout en procédant à l'analyse comparative de l'institution avec le secteur bancaire ▶ Une notation Moody's couvre la suffisance de fonds propres ; la rentabilité ; l'efficacité opérationnelle ; le risque de liquidités ; le risque de change ; la gestion des crédits, la gestion organisationnelle et l'actionariat ; position de marché et prévisions de flux de liquidités	▶ Fitch prend en compte des facteurs à la fois qualitatifs et quantitatifs dans la détermination d'une notation incluant l'intégralité du bilan, la rentabilité et la gestion des risques. Les facteurs de Fitch dans : une analyse de la franchise de l'institution financière en question; de la stratégie et de la qualité de son management, de l'environnement où elle opère et du développement le plus probable de l'entreprise.
Entreprises auxiliaires et Divers	▶ A récemment pris une participation de 60 % dans CRISIL (qui a noté quelques IMF en Asie)		▶ Duff & Phelps est une filiale de Fitch



Description des placements privés par rapport aux émissions publiques

En quoi consistent les placements privés ?



- ▶ Un placement privé est une offre directe d'obligations à un nombre limité d'investisseurs institutionnels spécialisés qui a les caractéristiques suivantes :
 - Il peut s'agir d'actions ou de titres d'emprunt (obligations)
 - L'émission est offerte à un petit nombre d'investisseurs
 - Aux États-Unis, elles sont exemptées de l'enregistrement public en vertu du Securities Act de 1933
 - Bien que les titres d'emprunt placés de manière privée soient plus liquides que les prêts bancaires (parce que les investisseurs peuvent compter parmi eux des établissements autres que des banques, tels que des fonds de pension et d'autres investisseurs institutionnels), la nature restreinte de ces valeurs mobilières les rend moins liquides que les émissions publiques et, par conséquent, relativement plus chères pour l'émetteur que les titres d'emprunt offerts au public
 - Les coûts à l'acquisition des placements privés sont plus faibles que dans le cas des émissions publiques, tandis que les coûts en intérêt sur les émissions publiques peuvent être plus compétitifs et/ou inférieurs.
 - Le compromis entre ces deux éléments de coût doit être analysé par l'émetteur.

Émetteurs

- ▶ Les placements privés conviennent aux petites entreprises qui recherchent la croissance et l'expansion.
- ▶ Un certain nombre de pays n'ont pas de marché des placements privés. Dans ces pays, les IMF intéressées à trouver des capitaux sur les marchés financiers devraient le faire au travers d'une offre publique.
- ▶ Les placements privés, en règle générale, ne sont pas une possibilité envisageable pour le lancement d'une IMF.
- ▶ Le Mexique et la Colombie sont des exemples de pays où les marchés d'obligations privés n'existent pas.

Investisseurs

- ▶ Les banques et autre institutions financières (telles que les fonds de pension ou les compagnies d'assurance)
- ▶ Fonds de capital à risque
- ▶ Investisseurs personnes physiques

En quoi consistent les offres publiques ?



- ▶ Une offre publique est une émission offerte à des investisseurs institutionnels et individuels au travers d'un organisme tel qu'une bourse des valeurs¹
 - Permet d'accéder à une large plage et à un grand nombre d'investisseurs
 - Donne à un émetteur l'occasion de lever des capitaux à un certain taux d'escompte, de gagner de la visibilité sur le marché et, potentiellement, d'obtenir la liquidité des valeurs émises—en fonction du niveau d'activité du marché secondaire dans un environnement particulier
 - Expose au risque des marchés financiers locaux et/ou internationaux
 - Peut imposer des exigences importantes sur le plan juridique et de la communication de rapports

1. Une offre publique initiale (OPI) est la première vente d'actions ordinaires d'une société à des investisseurs publics. Toute émission publique ultérieure est appelée Offre sur le marché secondaire, ou Offre subséquente.

Émetteurs

- ▶ Les offres publiques conviennent mieux aux entreprises qui cherchent à lever des capitaux considérables à un certain taux d'escompte et sont également prêts à s'exposer aux risques des marchés financiers
- ▶ Les offres publiques sont sujettes à un niveau élevé d'exigences réglementaires en comparaison des placements privés
- ▶ Possible exposition aux risques internationaux par le biais des investisseurs individuels/institutionnels internationaux
- ▶ Les obligations Compartamos, Mibanco et FWWB Colombia (Cali) sont publiques (dans certains pays, comme la Colombie, toutes les valeurs mobilières doivent être inscrites à la cote publique)

Investisseurs

- ▶ Investisseurs institutionnels, dont les banques et autres institutions financières
- ▶ Investisseurs personnes physiques

Le processus des grandes émissions publiques comporte trois étapes.

Montage

- ▶ Le montage d'un dossier est le premier stade du processus de distribution des valeurs sur le marché primaire.
- ▶ Il se produit lorsqu'un emprunteur autorise une banque d'affaires à structurer et gérer une nouvelle émission pour son compte
- ▶ La banque achète les obligations auprès de l'emprunteur et les distribue aux investisseurs – un processus connu sous le nom de « prise ferme »
- ▶ De cette manière, l'émetteur évite le risque de rester avec des obligations invendues

Syndication

- ▶ Le chef de file du syndicat dispose rarement des ressources nécessaires à l'acquisition de l'émission tout entière
- ▶ Pour cette raison, il peut décider de former un syndicat dans le but de partager le risque avec d'autres banques d'affaires ou d'autres établissements de prise ferme
- ▶ Ce processus s'appelle « syndication »
- ▶ Le jour où l'émetteur annonce l'émission, le chef de file invite d'autres banques et d'autres établissements de prise ferme à rejoindre le syndicat

Distribution

- ▶ Après le jour de clôture, l'émission est distribuée aux membres d'un syndicat
- ▶ Un encart financier (tombstone) est souvent publié dans les principaux journaux financiers après la date de clôture pour communiquer l'émission au syndicat
- ▶ Après distribution de la publication aux membres du syndicat, ceux-ci commencent à vendre les valeurs à leurs clients

- ▶ **Enregistrement auprès de la SEC (Régulateur des marchés aux Etats Unis) ou de l'équivalent local de l'organe de régulation des valeurs mobilières :**
 - Les émetteurs sont obligés de s'enregistrer auprès de la SEC avant que la firme puisse mettre ses obligations en vente

- ▶ **Prospectus :**
 - Présentation détaillée des finances de l'historique, des opérations, des facteurs de risque, des délais de transactions et d'autres informations de la société

- ▶ **L'émetteur est responsable de toute fausse déclaration ou omission dans le prospectus**

- ▶ **Exigences de rapports périodiques :**
 - Même après l'enregistrement auprès de la SEC, l'émetteur est sujet à des exigences de rapports périodiques de la juridiction locale
 - Certaines juridictions ont d'autres exigences, telles qu'un comité d'audit ou l'élection d'administrateurs indépendants au Conseil, ainsi que d'autres dispositions de bonne gouvernance

Présentation des IMF – Avantages et inconvénients



Placements privés

Avantages:

- ▶ Aucun enregistrement n'est requis.
- ▶ Exigences de divulgation réduites.
 - Les coûts de transaction et de temps de personnel (particulièrement pour une émission publique) peuvent être élevés si le niveau de divulgation requis est beaucoup plus grand que ce que l'IMF a produit historiquement
- ▶ Comporte en règle générale des coûts opérationnels au début, en raison d'un moindre nombre d'exigences réglementaires et de communication de rapports
- ▶ Souplesse du montant de financement.
- ▶ Moyen plus rapide de lever des capitaux

Inconvénients :

- ▶ Exposition publique moindre en raison des restrictions à la publicité concernant l'offre.
- ▶ Les valeurs mobilières émises dans le cadre d'un placement privé sont moins liquides.

Offres publiques

- Les offres publiques deviennent un moyen de plus en plus répandu parmi les IMF de lever des capitaux.
- Les offres publiques doivent être enregistrées auprès de l'organisme de supervision des valeurs mobilières.

Avantages :

- ▶ Plus grande exposition au public, car la publicité à propos de l'offre est moins restreinte.
 - Cette exposition peut être utile pour le marketing et permettre d'accroître la transparence de l'émetteur pour les investisseurs potentiels, ainsi que les clients et les promoteurs des IMF
- ▶ La liquidité des valeurs mobilières offertes au public est supérieure, ce qui peut aussi fournir à l'émetteur des capitaux plus importants
- ▶ Une base plus large d'investisseurs potentiels peut se traduire par un coût de financement plus faible pour l'émetteur

Inconvénients :

- ▶ Exigences de divulgation plus importantes.
 - La combinaison de divulgation plus rigoureuse, de révision réglementaire et d'autres facteurs peut transformer une offre publique enregistrée en un processus long et coûteux pour une IMF.
- ▶ Implique habituellement des coûts opérationnels élevés en raison de l'implication du preneur ferme/de la syndication et des exigences accrues d'enregistrement et de communication de rapports.

Section 6

Instrument des marchés financiers



Présentation des instruments des marchés financiers



Cette section est consacrée à la définition et à l'explication des instruments de marchés financiers suivants :

- ▶ Effets de commerce
- ▶ Obligations (seniors et subordonnées)
- ▶ Titrisations et Collateralized Debt Obligations (CDO)
- ▶ Actions (privilégiées et ordinaires)
- ▶ Les instruments financiers suivants seront expliqués dans l'annexe :
 - A. Couvertures en devises
 - B. Swaps de crédits sur défaut
 - C. Prêts sur capacité d'autofinancement
 - D. « Collateralized Debt Obligations » (CDO) et « Collateralized Loan Obligations » (CLO)
 - E. Emprunts à haut rendement
 - F. Prêts révocables
 - G. Dépôts publics

Présentation des instruments des marchés financiers



Résumé des instruments :

Produit	Taille des opérations	Échéance	Complexité de la structure	Frais administratifs	Disponibilité sur les marchés en développement
Effet de commerce	Généralement en multiples de millièmes USD	Court terme (< 1an)	Faible	Coûts de lancement et coûts permanents réduits	Oui
Obligations	Petit-Grand ¹ Faible à importante	Moyen-long terme ²	Variable	Les frais de gestion peuvent être significatifs	Usage initié par les IMF : les tailles des opérations dépassent le plus souvent 5 millions USD
Titrisations et Collateralized Debt Obligations (CDO)	Moyenne à importante (en fonction de la garantie)	Variable, mais d'ordinaire moyen-long terme (en fonction de la structure)	Élevée	Administré par un agent séparé Les frais de structuration peuvent être élevés ³	usage initié par les IMF (exemple : ProCredit Bulgaria)
Actions	Faible à importante ⁴	Indéfinie	Faible	Les coûts permanents d'émission et d'observation peuvent être élevés	usage initié par les IMF (exemple : BRI)

1. Au cours du premier trimestre de 2006, la taille moyenne des obligations d'entreprises souscrites par les firmes régionales était de 460 millions USD.

2. La durée moyenne de vie d'une obligation souscrite par une entreprise américaine était de 7 ans en 2005.

3. Les titrisations peuvent être administrées par les émetteurs eux-mêmes, ou par un tiers, selon la structure.

4. La moyenne de toutes les IPO cotées sur le NASDAQ au cours de 2004 était de 115 millions de USD.



Effet de commerce ou commercial paper (CP)

Présentation du marché de l'Effet de commerce (CP)

Caractéristiques du marché du commercial paper

Qu'est-ce que le CP?

- ▶ Le Commercial Paper (CP) représente des créances à court terme dont les échéances se situent entre 1 et 365 jours.
- ▶ Financement renouvelé fréquemment (quotidiennement, hebdomadairement, mensuellement, etc.)
- ▶ Les effets de commerce américains sont exempts d'enregistrement auprès de la SEC

Caractéristiques du marché

- ▶ Le marché américain du papier commercial est à la fois étendu et très liquide. Son encours est d'environ 1,7 Milliard USD (le CP américain représentait 77 % des émissions mondiales sur les marchés financiers en cours en 2000)
- ▶ En règle générale, des notations de première qualité sont requises comme minimum pour se présenter sur le marché de l'effet de commerce.
- ▶ Environ 50 % du marché n'est pas garanti et les autres 50 % sont garantis ou constitués de CP adossé à des actifs
- ▶ Établissement des prix: les emprunteurs de Catégorie I (émetteurs présentant la notation de crédit à court terme la plus élevée : les notations P-1 (Moody's), A-1/A-1+ (S&P)) sont en mesure d'emprunter sur le marché du papier commercial au taux LIBOR
- ▶ Actuellement, le prix indicatif pour les emprunteurs de Catégorie II (notations crédit P-2/A-2) est de LIBOR plus 10-15 (bps) points de pourcentage.¹
- ▶ Les émetteurs bénéficiant de notations à court terme de A-3 ou inférieures sortent souvent du marché du papier commercial, et se tournent plutôt vers les lignes de crédit bancaires et des sources alternatives de financement
- ▶ La plupart des pays émergents ne disposent pas de marchés de papier commercial CP importants

Participants

- ▶ 96 % du marché américain sont classés en Catégorie I et 4 % sont classés en Catégorie II
- ▶ Le CP est adossé à des actifs a financé de nombreuses entreprises qui n'étaient pas de première qualité.
- ▶ Les entreprises disposant de notations de crédit inférieures ont également eu la possibilité d'émettre des effets commerciaux par le biais du soutien crédit d'une firme bénéficiant d'une notation de crédit élevée, en émettant du « papier commercial garanti par crédit » ou une « lettre de crédit papier »
- ▶ Les fonds du marché monétaire, les conseillers en placements, les prêteurs d'obligations, les compagnies d'assurances, les services de gestion financière des banques sont les principaux investisseurs du marché du CP

1. Les niveaux de financement sont ceux du IT 2006.

Présentation du marché de l'effet de commerce

Caractéristiques du marché de l'effet de commerce

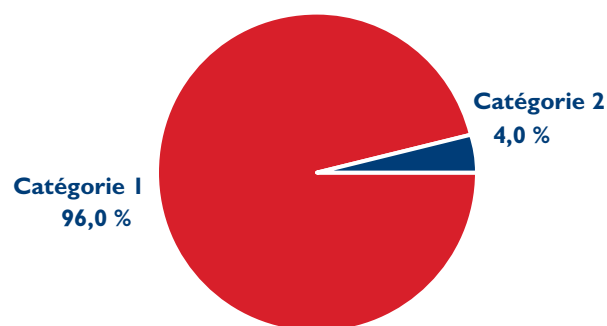
Avantages du CP

- ▶ Le CP fournit aux émetteurs une source de financement relativement bon marché en comparaison des prêts bancaires
 - ▶ Les programmes de CP fournissent aux émetteurs plus de souplesse par rapport aux dates d'échéance (Les échéances s'échelonnent de un jour [overnight] à 365 jours).
 - ▶ Un programme CP peut aisément être créé moyennant des coûts de lancement minima. Dès que le programme fonctionne, il est extrêmement aisé d'émettre du nouveau papier commercial
 - La création et l'administration sont souvent effectuées par une entreprise financière dépositaire, agissant comme agent émetteur et payeur, agent de nantissement et fiduciaire de garantie
-

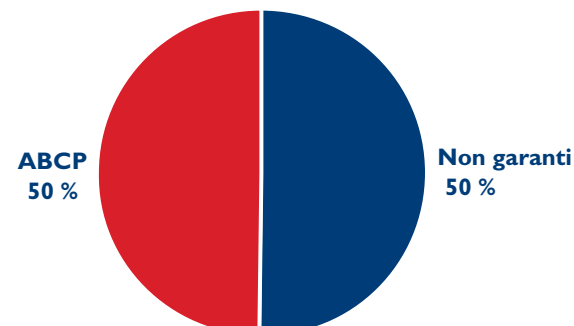
Présentation du marché de l'effet de commerce

- ▶ **Représente une source de financement relativement bon marché pour les émetteurs de notation élevée :**
 - Les notations de première qualité constituent une exigence minimale pour l'émission de papier commercial
 - La liquidité est beaucoup plus élevée pour les effets A et de première qualité, limitée pour les émetteurs notés « BBB »
 - Les papiers de notation élevée des émetteurs, combinés avec de courtes périodes jusqu'à l'échéance (moyenne 30-35 jours) font du CP un instrument de très faible risque, et de faible rapport pour les investisseurs, ce qui aboutit à des coûts moins élevés pour l'emprunteur
- ▶ **Le CP était en grande majorité non garanti jusqu'aux années 1990, lorsque le CP adossé à des actifs (Asset-backed CP - ABCP) a été introduit sur le marché**
 - Le marché ABCP croît au rythme de 26 % CAGR¹ depuis 1994 et représente actuellement 50 % du marché américain

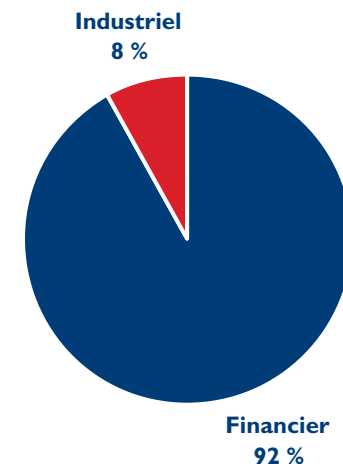
Composition du marché par notation



Composition du marché par couverture



Composition du marché par type d'émetteur



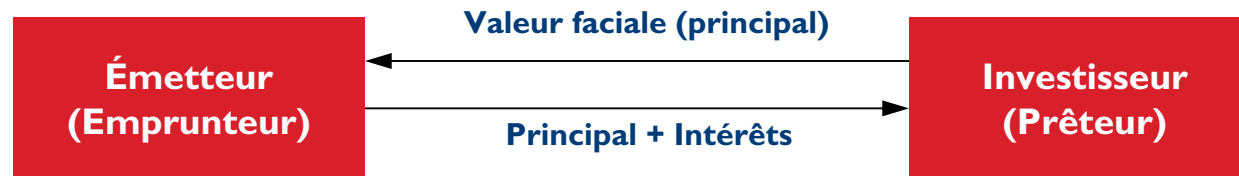
1. Taux de croissance annuel composé. Taux de croissance calculé d'une année sur l'autre, appliqué à un investissement ou à une partie des activités d'une entreprise pendant une période de plusieurs années.

Obligations senior et subordonnées



▶ Obligation

- Instrument de créance aux termes duquel l'émetteur (emprunteur) doit rembourser à un investisseur (prêteur) le montant emprunté plus les intérêts courus pendant une durée spécifiée.



▶ Coupon

- Le taux d'intérêt annuel sur une obligation, qui peut être fixe ou flottant et payable par périodes tout au long de l'année. Le coupon sur les obligations à taux flottant est égal à un taux de référence (par ex. le LIBOR) augmenté d'une marge ou spread.

▶ Valeur pair (faciale)

- La valeur d'une obligation à son échéance. L'émetteur convient de rembourser au détenteur de l'obligation ce montant en principal à l'échéance. Une obligation qui se négocie en dessous du pair est appelée une obligation à **escompte (ou zéro coupon)**, tandis qu'une obligation qui se traite à un prix supérieur au pair est appelée obligation à **prime**.

▶ Obligations senior ou subordonnées

- Lors d'un incident de crédit, tel que faillite ou liquidation, les porteurs d'obligations seniors sont remboursés avant les porteurs d'obligations subordonnées. En raison de cet ordre de priorité qu'elle crée, la subordination est une forme d'**amélioration du crédit** (l'obligation senior obtient en général une notation supérieure, répondant ainsi à l'aversion des investisseurs au risque de crédit).

▶ Droit de vente et d'achat

- L'émetteur d'une obligation remboursable par anticipation a le droit de rembourser (**buy**) la valeur à une date fixe avant l'échéance et pourrait le faire à un moment où les intérêts seraient à la baisse. L'investisseur détenteur d'une obligation assortie d'un droit de vendre (**sell**) l'obligation avant l'échéance et pourrait le faire dans une période d'intérêts à la hausse.

▶ Obligations convertibles

- Obligations susceptibles d'être échangées contre une quantité stipulée de valeurs mobilières différentes, habituellement des actions ordinaires de la société émettrice. La valeur d'une obligation convertible grimpe lorsque la cotation de l'action s'élève, mais elle continue à payer des intérêts à l'investisseur lorsque la cotation de l'action diminue et offre dès lors une protection à la baisse.

Caractéristiques

- ▶ Les obligations représentent des emprunts à moyen et long terme, en général de 12 mois à 30 ans. Les obligations de capitaux à moins de 12 mois sont appelées « bills » (billets).
- ▶ Les obligations constituent une source non permanente de financement parce que le montant emprunté est remboursé au prêteur. Les intérêts payés au prêteur représentent le coût de l'emprunt.
- ▶ À la différence des actions, il n'y a pas de dilution de la propriété de l'émetteur lorsque des obligations sont émises parce que l'investisseur n'acquiert pas une participation au capital de l'émetteur lui-même.

Risques pour les IMF¹

- ▶ **Risque de liquidités**
 - Difficultés potentielles au moment de rembourser les obligations à l'échéance ou dans une situation de crise. Les IMF doivent effectuer leurs paiements en intérêt et principal sur des obligations émises en dépit de la volatilité des profits des IMF.

Risques pour les investisseurs¹

- ▶ **Risque de taux d'intérêt**
 - La valeur d'une obligation type évolue en direction opposée aux taux d'intérêt en vigueur. Une reprise des taux d'intérêt peut réduire la valeur d'une obligation à taux fixe (ou d'un portefeuille de ces obligations).
- ▶ **Risque de crédit**
 - Risque de défaillance de l'émetteur (qui n'effectuerait à l'échéance les paiements en principal et en intérêt sur l'émission). Ceci peut être mitigé par l'utilisation de méthodes d'amélioration des crédits, telles que l'émission d'obligations senior ou subordonnées ou l'obtention de garants externes, par exemple USAID ou IFC (filiale de la Banque Mondiale), pour garantir les obligations.

1. Voir Annexe pour plus de détails

Émissions antérieures d'obligations par les IMF



De nombreuses IMF ont eu accès aux marchés des capitaux



- ▶ **BancoSol, IMF bolivienne**
 - Mars 1996 : 5MM USD en obligations à 2 ans libellées en USD, coupon de 13 %, crédit amélioré par une garantie de 50 % fournie par USAID



- ▶ **COMPARTAMOS, IMF mexicaine**
 - Juillet 2002 : 10MM USD en obligations senior non garanties à 3 ans libellées en pesos mexicains et à taux d'intérêt flottants, coupon initial 13,6 %, notées mxA+
 - Novembre 2002 : 5MM USD en obligations non garanties libellées en pesos mexicains, à taux d'intérêt flottant de 3¼-par an, coupon initial 13,02 %, notées mxA+
 - Avril 2003 : USD 5MM USD en obligations non garanties libellées en pesos mexicains, à taux d'intérêt flottant à 3 ans, coupon initial 11,17 %, notées mxA+
 - Juillet 2004 : 17MM USD en obligations à 5 ans libellées en peso mexicains et à taux d'intérêt flottant de 9,0 % coupon initial, notées AA(mex)/mxAA et garanties pour 34 % du principal par l'IFC
 - Octobre 2005 : 29MM USD en obligations à 5 ans libellées en pesos mexicains et à taux d'intérêt flottant, coupon initial 10,7 %, notées AA(mex)/mxAA et garanties pour 34 % du principal par l'IFC



- ▶ **Mibanco, IMF péruvienne**
 - Décembre 2002 : 6MM USD en obligations libellées en soles péruviens à 2 ans à taux fixe, coupon 12 %, notées AA/AA et garanties à 50 % du principal par USAID
 - Septembre 2003 : 6MM USD en obligations libellées en soles péruviens à 2¼-ans à taux fixe, coupon 5,75 %, notées AA/AA et garanties à 50 % du principal par la CAF
 - Octobre 2003: 3MM USD en obligations libellées en soles péruviens, non garanties à 1½ an et à taux fixe, coupon 5,75 %, notées AA-/AA+



- ▶ **Bank Rakyat Indonesia, IMF indonésienne**
 - Novembre 2003 : 150MM USD, en promesse à 10 ans et 7,75 % subordonnée, notation récemment revue à idA+ (B3 d'après Moody's)



- ▶ **Fundación WWB Colombia, IMF colombienne**
 - 1^{ère} tranche - Février 2005 : 30MM USD en une émission d'obligations de deux catégories non garanties libellées en pesos colombiens (l'une à 3 ans à taux fixe de 10,78 % et l'autre à 5 ans à taux flottant à IPC+5,5 %), notées AA+
 - 2^{ème} tranche - Novembre 2005 : 22MM USD en obligations non garanties libellées en pesos colombiens à 6 ans, taux flottant (IPC+3,4 %), notées AA+



- ▶ **Faulu Kenya, IMF kényanne**
 - Avril 2005 : 6,5MM USD en obligations libellées en shillings kényans à 5 ans taux flottant, coupon initial 9,13 %, non notées et garanties à 75 % du principal et des intérêts par l'Agence Française de Développement, AFD)



Actions ordinaires et actions privilégiées

- ▶ **Action**
 - Valeur mobilière représentative de la propriété d'une entreprise et de ses actifs. Une action représente une unité de cette propriété.
- ▶ **Ordinaire et privilégiée**
 - Deux types d'actions possédant des caractéristiques différentes (décrites plus loin). Les actions ordinaires représentent la majorité du capital détenu par le public.
- ▶ **Dividendes**
 - Une partie des bénéfices payée aux actionnaires, selon décision du conseil d'administration.
 - Ils peuvent prendre la forme de liquidités ou d'actions (distribution au prorata des actions supplémentaires payées aux actionnaires).
- ▶ **Droits de vote**
 - Le droit d'un actionnaire ordinaire de voter pour des membres du conseil d'administration de la société et sur d'autres matières de politique de l'entreprise.
- ▶ **Actions à dividendes cumulatifs**
 - Actions privilégiées sur lesquelles des dividendes s'accumulent si l'émetteur ne les distribue pas à temps. Les actions les plus recherchées sont celles à dividendes cumulatifs. Les actions privilégiées non cumulatives n'accumulent pas les dividendes impayés.
- ▶ **Actions participatives**
 - Actions privilégiées qui, sous certaines conditions, donnent à ses détenteurs le droit de participer à des distributions de bénéfices en plus du taux de dividendes spécifié.

Actions : ordinaires contre actions privilégiées

Les actions ordinaires et privilégiées présentent quatre différences essentielles.

	Ordinaires	Privilégiées
Droits de vote	Oui	Non
Dividendes	Variable	Fixe
Cumulative	Non	Oui
Participative	Non	Oui (Éventuellement)

Capitaux propres : Caractéristiques et défis pour les IMF



Caractéristiques

- ▶ Les marchés des actions représentent un financement de durée indéfinie au travers de l'émission d'actions, dont chacune représente une unité de propriété de la société émettrice
- ▶ L'émission d'actions est une forme de financement permanent ; à la différence des obligations, il n'existe aucune obligation contractuelle de restituer le capital à l'investisseur
- ▶ Les intérêts ne sont pas payés aux investisseurs, mais bien les dividendes
- ▶ La responsabilité est considérée « limitée » parce que la perte des investisseurs ne peut dépasser le montant de leur investissement d'origine
- ▶ Les capitaux propres peuvent être répartis en privés ou publics :
 - Les capitaux propres privés peuvent être utilisés par les entreprises qui débutent pour lever des capitaux. C'est ce qui se passe lorsqu'une personne physique ou une entreprise qui en a l'occasion, achète des actions de la société comme investissement (capitaux à risque)
 - Les capitaux propres publics sont représentés par des actions de la société émettrice cotées à la bourse des valeurs. Des capitaux propres publics donnent à l'émetteur un accès plus large aux capitaux mais peuvent aussi l'exposer aux conditions. En outre, les matières réglementaires, telles que la nécessité d'auditer et de publier les données financières de la société et d'autres informations importantes de celle-ci, en plus du coût de l'émission des actions, pourrait s'avérer ambitieux

Défis affrontés par les IMF pour accéder aux marchés des actions

- ▶ Rareté du capital à risque local et absence de développement des marchés financiers locaux
- ▶ Peu d'actions de microfinance négociées publiquement. Actuellement, très peu d'IMF sont cotées (en voici quelques exemples : Bank Rakyat Indonesia, Network Microfinance Bank au Pakistan, Equity Bank Limited au Kenya et BancoSol en Bolivie); les autres n'ont que des fonds propres privés
- ▶ L'évaluation de l'émetteur peut s'avérer difficile en raison de l'absence d'outils d'évaluation conventionnels pour les IMF
- ▶ Risque pays pour l'investisseur (les investisseurs internationaux ont été jusqu'ici les investisseurs primaires privés pour les IMF régulées)
- ▶ Pour les investisseurs, la liquidité peut s'avérer peu claire (les options de sortie sont limitées)

Tendances des actions en microfinance



- ▶ Le principal effort d'accès aux marchés financiers par les IMF s'est porté sur le marché des obligations, les participations commerciales en fonds propres ont jusqu'ici été négligeables en comparaison
- ▶ L'accès aux marchés des actions est important pour les IMF, pour les raisons suivantes :
 - Les actions ne peuvent pas seulement améliorer la croissance d'une IMF, mais aussi lui permettre de répondre à ses critères d'adéquation de capital et de liquidité
 - Les actions représentent une diversification des sources de financement pour les IMF traditionnellement orientées vers les obligations. Le recours aux marchés des actions certains des risques du financement obligataire (présenté plus haut)
 - Le capital-actions augmente la capacité de l'IMF de lever des fonds d'obligations bien au-delà du montant du capital-actions lui-même (par effet de levier)
 - Le recours public au capital distribue la propriété d'une IMF entre les actionnaires qui assument un rôle actif dans la définition d'une stratégie pour l'IMF ainsi que l'évaluation de ses performances – ce qui augmente le potentiel de meilleure gouvernance
- ▶ Parmi les tendances majeures actuelles dans le développement des IMF, il en est deux qui augmentent le besoin d'accéder aux marchés des actions :
 - La **transformation** des IMF : leur conversion d'organisations sans but lucratif en institutions financières à but lucratif régulées
 - L'**implantation** des IMF **en terrain neuf** : la création d'IMF régulées et à but lucratif dans des pays et des régions qui ne possèdent pas encore un système financier pour prendre en charge les microentreprises et les PME. Pour les entreprises en démarrage (start-ups), les capitaux propres sont un moyen important de lever des capitaux
- ▶ Au cours des dernières années un accroissement sensible s'est marqué dans le nombre des fonds de placement en microfinance qui se sont investis en actions
- ▶ Le premier appel à l'épargne publique (IPO) de la Bank Rakyat Indonesia (BRI) en novembre 2003 représente le premier cas de banque commerciale possédant un portefeuille MF significatif, qui a émis des parts de son capital dans le public. Auparavant, La BRI était une banque gouvernementale dont 40 % des actions avaient été vendues au public (privatisées) dans une opération qui avait permis de lever plus de 450 millions d'USD

Titrisations



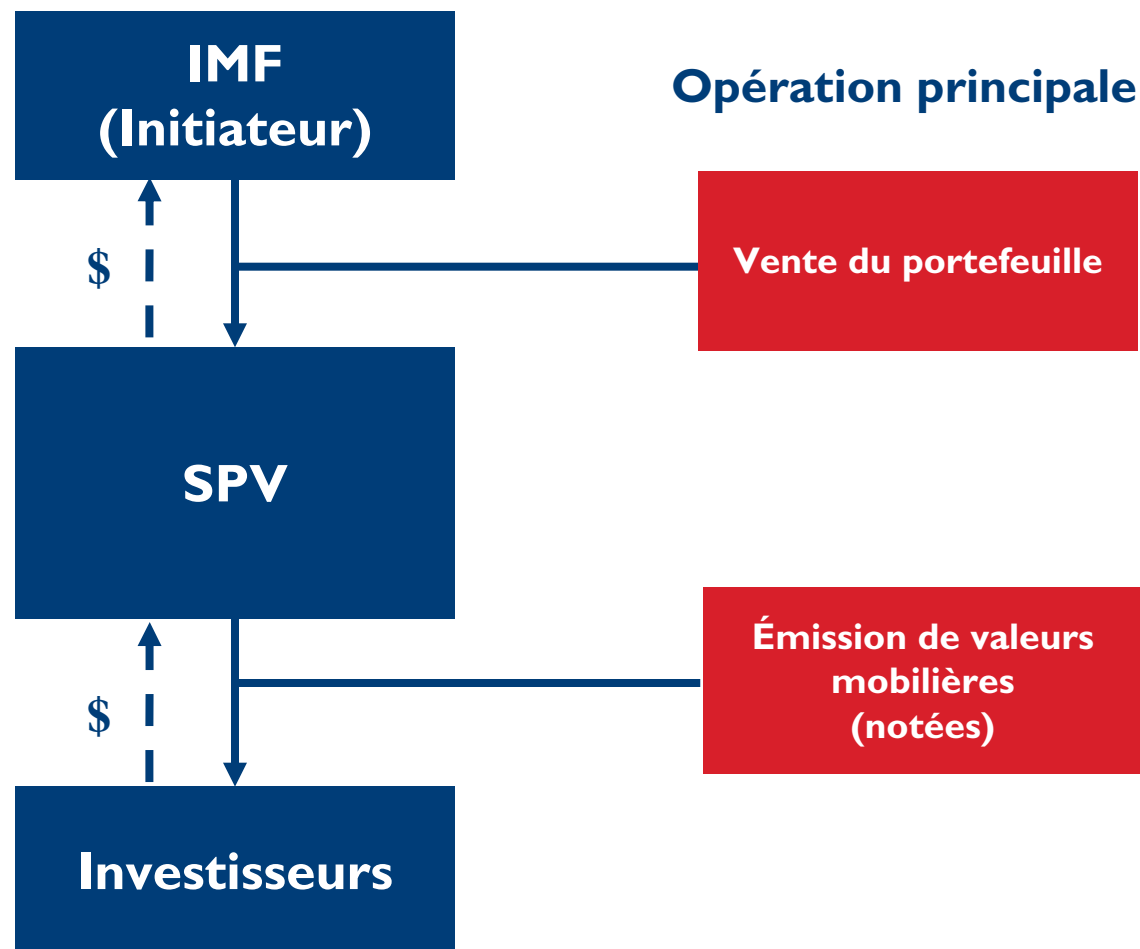
En quoi consiste la titrisation ?

- ▶ La titrisation est un processus par lequel des paquets de prêts relativement homogènes, concédés à l'origine par une banque ou un autre intermédiaire financier, sont vendus et convertis en valeurs mobilières négociables.¹
- ▶ Le but de la titrisation est de lever des fonds, de réduire les exigences en capital des intermédiaires financiers et d'augmenter la liquidité de l'émetteur afin qu'ils puissent concéder de nouveaux prêts.
- ▶ Les opérations de titrisation impliquent la création et l'émission d'obligations dont les paiements en principal et intérêts proviennent de flux de liquidités générés par des groupes d'actifs différents. Ces groupes séparés d'actifs sont organisés dans un « véhicule d'investissement à objectif spécifique », en anglais SPV pour « Special Purpose Vehicle », qui est une entité séparée de l'IMF dont la notation est distincte.
- ▶ Les IMF peuvent aussi titriser leurs actifs afin de :
 - Répondre aux règles d'adéquation des fonds propres
 - Améliorer les ratios financiers
 - Réduire l'effet de levier et doper les ratios de rentabilité
 - Réduire le coût et la diversifier les sources de financement
 - Améliorer la gestion actifs/passifs
 - Gérer l'exposition au risque de crédit
 - Libérer le temps du management des IMF consacré à la levée des fonds
- ▶ Même si le temps et les dépenses impliquées par une première opération de titrisation peuvent paraître élevés (relativement plus élevés que ceux d'une première émission d'obligations, par exemple), les émissions de titrisations subséquentes tendent à être moins onéreuses et les programmes qui se répètent peuvent être plus faciles à exécuter

En tant qu'initiateur d'un portefeuille de prêts titrisés, une IMF vous donne le droit de réclamer la propriété des flux de trésorerie de son client, tout en conservant la clientèle et la responsabilité d'encaisser le prêt auprès de ce client. En d'autres mots, la titrisation affecte le bilan d'une IMF, tant que l'envergure de la clientèle demeure la même

1. Il peut être intéressant de noter que le secteur de la titrisation a surgi au cours des 30 dernières années et inclut actuellement un réseau étendu d'actifs productifs de liquidités. Les premières titrisations ont été réalisées avec des prêts hypothécaires et des financements de voitures, des créances de cartes de crédit, des prêts sur valeur immobilière nette, les prêts sur maisons préfabriquées, des prêts aux étudiants et des redevances de spectacles futurs. Même des revenus de vente de billets de loterie ont été titrisés !

À quoi ressemble une opération de titrisation ?

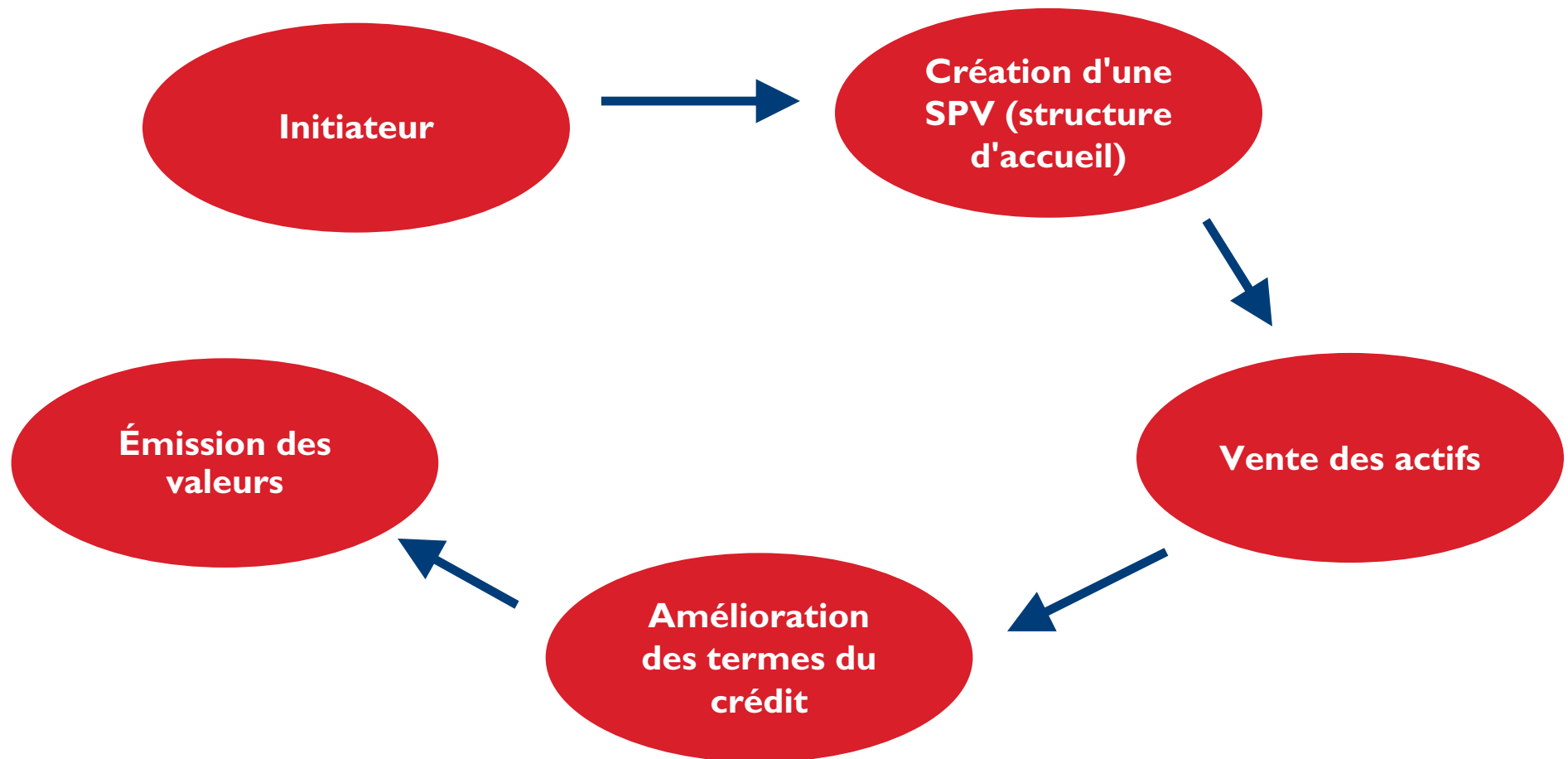


Principaux intervenants au processus de titrisation



- ▶ **Emprunteurs**
 - L'emprunt crée les actifs qui sous-tendent la titrisation (par ex : les clients de microfinance)
- ▶ **Initiateur**
 - L'entité initiant les actifs à titriser (l'IMF). L'initiateur est en général une institution financière de première qualité ou une autre entreprise.
- ▶ **Structure d'accueil (SPV)**
 - Créée par l'initiateur, la SPV achète les actifs de l'initiateur et émet les valeurs mobilières en faveur des investisseurs.
 - La structure d'accueil est une entité de défense contre la faillite, ce qui signifie que, même si l'initiateur (l'IMF) tombait en faillite ou rencontrait d'autres difficultés, les droits des investisseurs sur les actifs détenus par la SPV ne sont pas affectés.
- ▶ **Agents d'amélioration des termes du crédit**
 - Ils prennent en charge certains des risques associés aux actifs.
- ▶ **Agences de notation**
 - Les agences de notation analysent les risques associés à l'opération et décernent une notation de crédit à l'émission.
- ▶ **Investisseurs**
 - Les investisseurs, en définitive, achètent l'émission et reçoivent des paiements périodiques en intérêt et principal pendant toute la durée de la valeur.
- ▶ **Agent de structuration et agent de placement**
 - L'agent de structuration et l'agent de placement créent des valeurs basées sur des actifs sous-jacents et les placent auprès des investisseurs

Étapes du processus de titrisation



Des détails supplémentaires au sujet de ce processus se trouvent dans l'annexe, à la diapositive 70.

- ▶ Les structures titrisées impliquent en règle générale une structure d'accueil (SPV) qui acquiert les portefeuilles de prêts ou d'obligations et qui finance cet achat par l'émission de papier en faveur des investisseurs
 - Plusieurs catégories d'obligations et d'actions sont émises pour capitaliser la structure d'accueil et financer l'achat des actifs. Ces catégories de capitaux varient selon leur priorité en cas de faillite et selon le calendrier de remboursement.
 - La catégorie des actions est la catégorie la plus risquée dans la structure
 - C'est la première à supporter les risques de retards de paiement et les pertes de crédit
 - Les porteurs d'actions peuvent être autorisés à recevoir des flux de liquidités excédentaires après avoir satisfait à toutes les créances senior et mezzanine
- ▶ La rentabilité des investisseurs est directement liée aux performances du portefeuille des actifs sous-jacents.
- ▶ Une titrisation simple implique les éléments suivants :
 - Un vendeur vend un portefeuille d'actifs, disons 100M USD de prêt de MF à la SPV. La SPV émet 95M USD de valeurs à notation élevée pour les investisseurs. Ce sur-nantissement (100M USD de prêts vendus au SPV pour 95M USD) est conçu pour fournir aux investisseurs un coussin de remboursement
 - Le SPV utilise le produit pour effectuer un paiement anticipé au vendeur de 95 % du prix d'achat des actifs acquis et convient avec le vendeur de payer le solde du prix d'achat avec le temps, en utilisant pour cela les encaissements en provenance des actifs, mais uniquement après s'être assuré que les détenteurs des valeurs à notation élevée ont été remboursés
 - Une amélioration des termes du crédit ou de la ligne de liquidité est souvent obtenue pour rassurer les investisseurs quant à la probabilité d'encaisser le principal et les intérêts de la titrisation
 - Ceci présente souvent l'avantage supplémentaire de réduire les exigences de sur-nantissement

Avantages

▶ Émetteur

- Nouvelles sources de financement
 - La titrisation ouvre de nouvelles sources alternatives de capitaux et accroît la participation de l'IMF dans les marchés financiers
- Création d'une valeur négociable
 - La titrisation permet à un émetteur de créer une valeur négociable à partir d'un actif peu liquide
- Elle peut aider une institution emprunteuse à réduire son coût de financement car la notation de la titrisation structurée est généralement meilleure que la notation institutionnelle de l'emprunteur

▶ Investisseur

- Rentabilité plus élevée
- Diversification du portefeuille

Inconvénients

▶ Émetteur

- Coûts de la titrisation¹
 - Les titrisations peuvent être coûteuses à utiliser en raison de leur forte structuration. En règle générale, les coûts de titrisation comprennent
 - Coûts d'émission
 - Coûts de structuration
 - Honoraires de l'agence de notation
 - Commissions d'exploitation et d'entretien (SPV ou administration du fiduciaire)
- Rétention du risque de crédit (en fonction de la structure et de si la titrisation se fait avec droit de recours)

▶ Investisseur

- Le risque d'amortissement anticipé (paiement anticipé des actifs ou du portefeuille d'actifs ou de prêts achetés)
 - La clause d'amortissement anticipé peut prévoir que l'initiateur transfère es actifs supplémentaires ou qu'il retire les actifs détériorés, jusqu'à compléter le portefeuille d'actifs vendus

1. Les inconvénients de la titrisation en termes de coût concerne uniquement les petits émetteurs ; en revanche, les grands émetteurs bénéficient d'économies d'échelle (en raison de l'extensibilité des coûts).

Types de base de titrisation et impact comptable

Type	Impact comptable
Titrisation hors-bilan	<ul style="list-style-type: none">▶ Actifs de prêts supprimés du bilan▶ Réalisation d'un « bénéfice financier sur vente »▶ Indicateurs : déclin de l'effet de levier (financement hors-bilan)<ul style="list-style-type: none">• Retour sur investissement (ROI) s'améliore (bénéfice financier sur une base d'actifs réduite)▶ Autres : doit payer éventuellement des impôts spéciaux ou majorés sur ventes d'actifs et les bénéfices enregistrés sur ces ventes.
Titrisation à l'intérieur du bilan¹	<ul style="list-style-type: none">▶ Vente d'actifs à une filiale ou société séparée, propriété de la SPV, qui entraîne le maintien des actifs au bilan▶ Le produit des titrisations apparaissent dans les états comptables consolidés en tant que « obligations » (étant donné que la filiale– la SPV– émet des promesses en faveur de tiers pour acheter les actifs)▶ Évite les oscillations de bénéfices (pas de « bénéfices sur vente »)▶ Susceptible de réduire au minimum les impôts payés sur les ventes d'actifs et les bénéfices▶ En fonction du niveau de recours contre la société, une titrisation peut être classée dans le bilan

¹ La grande majorité des opérations de titrisation reçoivent un traitement comptable « hors bilan ». Ce n'est que dans quelques cas précis, généralement aux États-Unis, que le portefeuille titrisé est conservé au bilan. Étant donné que la création d'une structure d'accueil (SPV) est conçue pour le transfert des actifs et des passifs du bilan d'un émetteur à une entité séparée, le financement au bilan annule en bonne part la raison d'être de la SPV et serait particulièrement inhabituel dans les cas de titrisation d'IMF.

Principaux avantages pouvant découler des opérations de titrisation



Il existe plusieurs aspects importants des opérations de titrisation qui affectent le bilan d'une IMF et son compte de résultats


- ▶ Le processus de titrisation affecte le côté des actifs du bilan de deux manières différentes:
 - Augmentations des soldes en liquide (revenu en liquide généré par la vente des actifs)
 - Le portefeuille MF s'amenuise (actifs transférés à une SPV hors bilan)
- ▶ Il est également important de noter qu'au travers d'une titrisation, une IMF est à même de faire croître son portefeuille sans s'endetter plus
- ▶ Le portefeuille de l'IMF peut décliner dans un premier temps, le portefeuille MF sera réalimenté rapidement à mesure que les fonds de la titrisation seront réinvestis dans les prêts MF
- ▶ Dans l'état des recettes, les revenus d'une IMF croîtront généralement, à cause de la réalisation de la vente du portefeuille
- ▶ Ensemble, les bénéfices accrus et la base d'actifs relativement constante doivent déboucher sur un retour sur investissement (ROI) plus élevé pour l'IMF

Voici quelques-unes des titrisations récentes impliquant des IMF

- ▶ BRAC, Bangladesh, titrisation d'un portefeuille de microfinance libellée en Taka
 - En juillet 2006, la BRAC a réalisé la première titrisation de microfinance. Libellée en Taka Bangladeshi (BDT), l'opération produira une somme cumulée de 12,6 Mds BDT (équivalent de 180 M USD) de financement pour la BRAC sur six ans. Dans le cadre du programme, 1 Md BDT (équivalent de 15 M USD), à l'échéance d'un an, seront versés tous les six mois à la BRAC. L'opération a été notée en AAA par l'Agence de notation du crédit du Bangladesh et le premier programme a été coté 200 points de base en dessous du coût actuel des fonds du BRAC. RSA Capital a agi comme « lead arranger » ; Citibank, N.A. Bangladesh (Citigroup), FMO (Pays-Bas) et KfW (Allemagne) étaient les « co-lead arrangers ». FMO a acheté un tiers des certificats, Citibank, N.A en a acheté un autre tiers, (avec une garantie de FMO et la contre-garantie de KfW) et Citibank, N.A. Bangladesh, flanquée de deux autres banques locales ont acheté le tiers restant.

- ▶ ProCredit Bank Bulgaria, titrisation d'un portefeuille de prêts à la SME libellés en Euros
 - En novembre 2005, la Deutsche Bank a agi en tant que lead structurer de la titrisation de ProCredit Bulgaria et a obtenu le financement sur le marché du papier commercial. ProCredit Bulgaria utilisera le produit de la titrisation pour financer ses activités de prêt aux microentreprises et aux PME. Le portefeuille titrisé initial était de 47,8 M€ qui devrait atteindre 100M€ au cours des 12-15 prochains mois. Fitch Ratings a attribué à la ligne de promesses utilisée pour financer la titrisation, une notation 'BBB', qui a été améliorée par des garanties fournies par le Fonds Européen d'investissements (FEI) et par la KfW Allemagne.

- ▶ La titrisation de ICICI Bank du portefeuille de prêts SHARE
 - Au début de 2004, ICICI Bank (Inde) a versé à la société indienne SHARE 4,3M USD pour 25 % de son portefeuille de prêts, ce qui représentait environ 42 000 prêts de 26 succursales différentes. ICICI a escompté la valeur future (FV) du principal et des intérêts de ces créances au taux de 8,75 %. Bien qu'il n'y ait pas eu de placement de valeurs auprès des investisseurs, l'opération a été structurée selon le style de la titrisation ce qui représentait un pas en avant vers une titrisation complète.
 - On notera que cet achat de portefeuille a aidé ICICI à atteindre les critères de prêts au « secteur prioritaire » imposé aux banques privées par la Reserve Bank of India. Par la suite, ICICI a vendu ses actifs à une autre banque indienne avec une prime, ce qui lui a permis de dégager plus de 400 points de base (soit environ 4M USD) dans le processus.



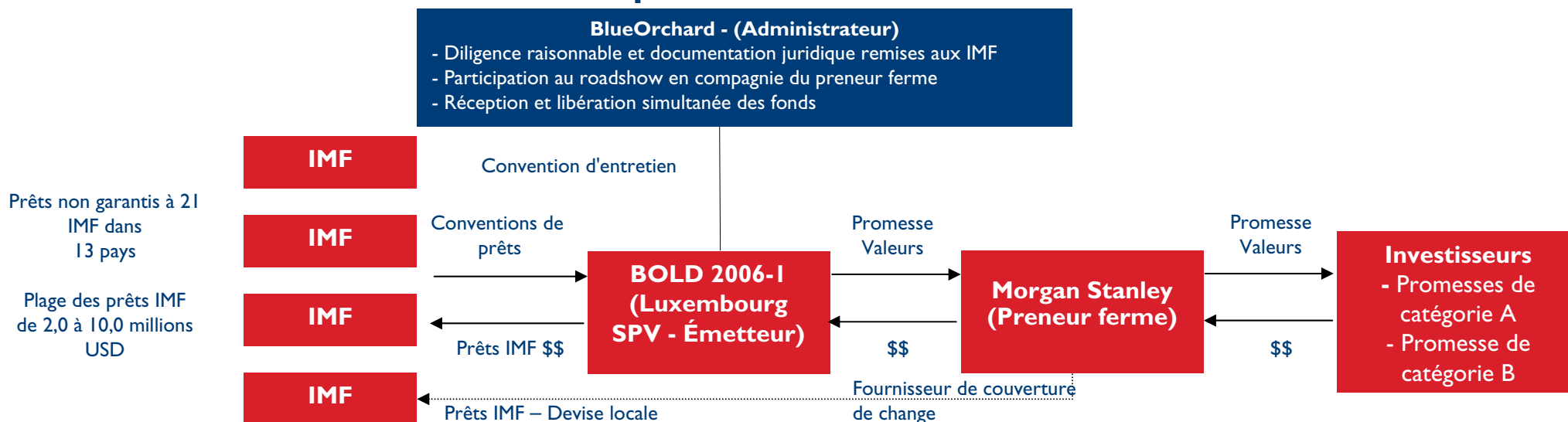
Collateralized debt obligations (« CDO »)
et Collateralized loan obligations (« CLO »)

Que sont les CDO ?

Les « Collateralized debt obligations » (CDO) sont des opérations de titrisation (au sens de vente d'actifs en blocs) adossées par les types d'actifs suivants :

- ▶ Prêts consentis (des IMF)
- ▶ Produits structurés adossés sur des actifs tels que créances commerciales ou créances hypothécaires (Asset Backed Securities - ABS, Mortgage Backed Securities - MBS)
- ▶ CDS (Credit Default Swaps - Swaps de crédits sur risque de crédit)
- ▶ Autres actifs :
 - Prêts consentis à des emprunteurs publics de pays émergents
 - Prêts commerciaux et industriels
 - Obligations de première qualité et de rendement élevé

Le schéma ci-dessous illustre l'opération BOLD 2006¹



1. Reportez-vous à la page 52 pour plus de détails sur cette opération

Il existe deux types de CDO de base

Bilan

- ▶ Réduire la taille du bilan
- ▶ Permet aux banques de gérer les capitaux réglementaires et économiques
- ▶ Les CDO des IMF font partie de cette catégorie

Arbitrage

- ▶ Permet aux investisseurs en actions d'acheter une garantie de rendement élevé par l'émission d'obligations d'un rendement sensiblement plus bas (dont la plupart est notée AAA ou AA)

Les CDO : Qui investit ?

Les investisseurs varient selon la catégorie de valeur.

Catégorie de placement	Types d'investisseurs
<ul style="list-style-type: none">▶ Valeurs mobilières senior<ul style="list-style-type: none">• En règle générale notées AAA• Conservateur – Stratégie de risque-rentabilité faible• Dernière catégorie affectée par des défaillances d'actifs ▶ Valeurs mobilières de mezzanine<ul style="list-style-type: none">• Notées en règle générale de AA à B• Risque modéré – Profil de risque moyen• Junior par rapport aux titres AAA mais senior par rapport aux capitaux propres ▶ Capital actions<ul style="list-style-type: none">• Catégorie non classée• Agressif – Stratégie de risque-rentabilité élevée• Première catégorie affectée par des défaillances d'actifs	<ul style="list-style-type: none">• Étrangers aux États-Unis Banques commerciales• Experts du marché monétaire• Fonds spéculatifs • Compagnies d'assurance• Experts du marché monétaire• Banques commerciales • Affiliées du gestionnaire d'actifs• Personnes physiques fortunées• Investisseurs pour « Investissement alternatif »

Vous trouverez ci-dessous quelques opérations de CDO impliquant des IMF

- ▶ BlueOrchard Microfinance Securities (BOMFS)
 - En juillet 2004, « BlueOrchard Finance and Developing World Markets a co-structuré » une titrisation de 40MM USD de promesses à 7 ans en taux fixe contre des prêts internationaux à des institutions de microfinance (IMF) dans une opération appelée BOMFS I. JPMorgan Securities a agi comme Agent senior de placement pour les promesses senior.
 - En mai 2005, BlueOrchard Finance and Developing World Markets a co-structuré une deuxième clôture de BOMFS I avec une titrisation de 47MM USD (« CDO »). JPMorgan Securities a de nouveau fait office d'agent de placement senior.
- ▶ BlueOrchard CDO (BOLD 2006 I)
 - En mars 2006, BlueOrchard Finance, une société de placement spécialisée en microfinance, a émis une tranche de repère de Collateralized loan obligation (CLO) de 99,1m USD non cotées, disponible pour les investisseurs du monde entier, la vente étant gérée par Morgan Stanley. Elle est adossée à des prêts concédés à 22 IMF. Morgan Stanley fournit aussi des swaps de devises pour environ 25 % du produit pour fournir un financement en devise locale en Colombie, au Mexique et en Russie.
 - Au total, dix investisseurs ont participé aux tranches senior, qui ont des vies moyennes de 4,7 années et ont été divisées en promesses libellées en euros, livres et dollars. Les promesses de catégorie A1 portent un intérêt à un taux flottant de LIBOR à 3 mois + 0,75 %. Les promesses de catégorie A2 portent un intérêt à un taux fixe de 5,59 % l'an. Les promesses de catégorie A3 portent un intérêt à un taux fixe de 6,02 % l'an. Les intérêts sur les promesses de catégorie B seront calculés par le gestionnaire des liquidités et ont été achetés à 100 % par FMO. La rentabilité moyenne de ces tranches est de 6,14 %.
 - Cette transaction représente une étape majeure dans la gestion des fonds pour les IMF en accédant aux marchés de crédit structurés. Elle offre un nouveau moyen de canaliser les capitaux privés des sources globales vers les petits emprunteurs qui n'ont qu'un accès limité au crédit. Elle permet ainsi à plusieurs IMF de trouver du financement en monnaie locale et d'éliminer tout risque de change.
 - BlueOrchard a pu capter des capitaux pour les IMF pour des périodes de cinq ans, et gère d'autres fonds d'IMF, y compris le Dexia Microcredit Fund de 90m USD et le ResponsAbility Global Microfinance Fund. En 2004 BlueOrchard a également lancé, en compagnie de Developing World Markets, des CLO américains pour 40m USD, intégrés par Overseas Private Investment Corp, opération suivie d'une autre de 47m USD, plus tard dans l'année.

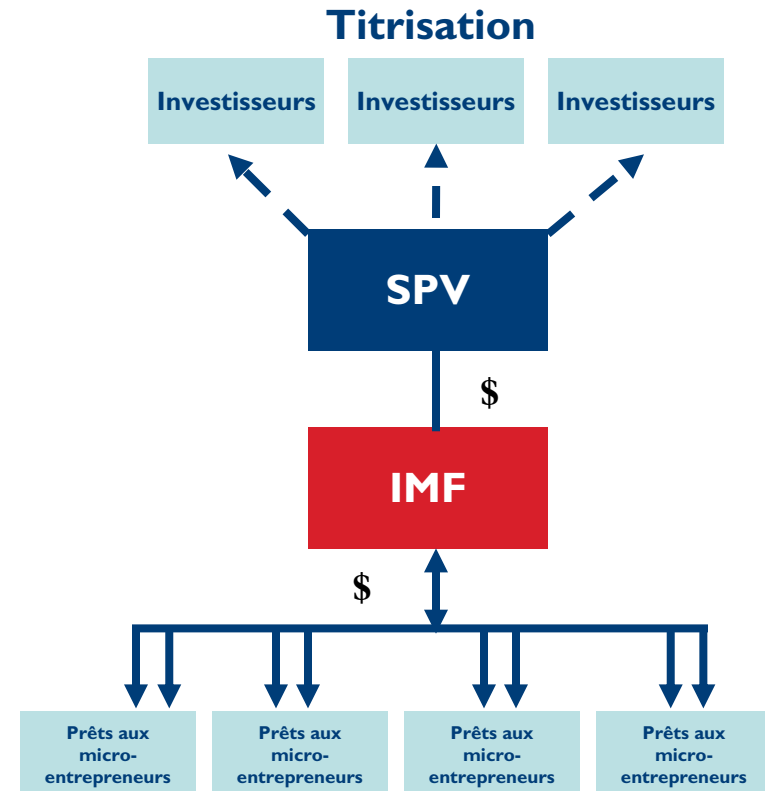
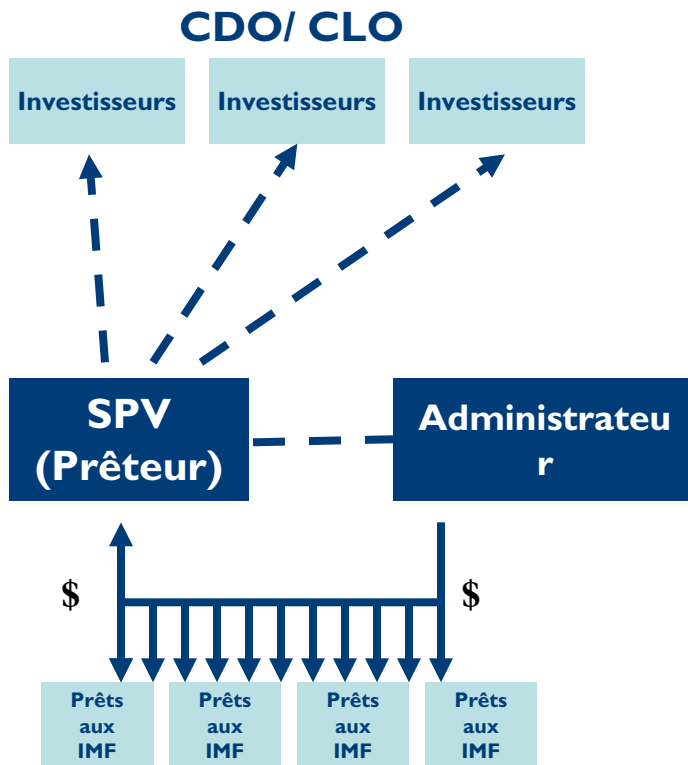
Vous trouverez ci-dessous quelques opérations de CDO impliquant des IMF

- ▶ MicroFinance Securities XXEB (MFS) :
 - En juillet 2006, Developing World Markets a achevé la structuration d'une opération de titrisation de 60MM USD à 5 ans, en taux fixe et flottants, de prêts internationaux pour 30 institutions de microfinance (IMF) dans 15 pays couvrant près de 1 million de clients. Cette opération, connue sous le nom de MFS, a inclu Symbiotics (un courtier établi à Genève, spécialisé dans les services d'intermédiation en microfinance) et Global Partnerships (une société à but non lucratif de Seattle), en tant que co-administrateurs de cette opération. DWM a sponsorisé l'opération et agi comme administrateur principal.
 - L'opération a porté sur des montants en USD, EUR et GBP, et comprend des tranches en obligations et en actions. Les promesses senior ont été notées A1 (sur l'échelle de Moody's) par MicroRate, et font de MFS la première opération en CDO pour la microfinance à être notée. Les investisseurs en actions de l'opération MFS comprennent Morley Fund Management, une société leader dans la gestion de fonds d'investissement socialement responsables (SRI) dont le siège est en Grande-Bretagne, Civic Capital, un fonds spéculatif SRI installé à Boston et DWM.

Les CLO et CDO par rapport aux titrisations

Comment les CDO et les CLO se différencient-elles des titrisations ?

- La titrisation est le processus de création d'instruments financiers autour de nombreux types d'actifs. Les CDO et les CLO sont également des instruments financiers structurés, mais leurs actifs sous-jacents sont limités spécifiquement à des emprunts ou à des obligations. Dès lors, une CDO ou une CLO n'est qu'une autre forme de titrisation.



- ➔
- Nombre limité d'emprunteurs
 - Emprunts groupés de manière à assurer la diversification du portefeuille
 - Le « Prêteur » peut aussi agir en tant que « Administrateur »
 - La SPV gage les prêts concédés aux IMF en faveur du prêteur

- ➔
- Milliers d'emprunteurs
 - L'IMF agit en tant qu'administrateur pour l'encaissement des prêts
 - Dans une titrisation, l'IMF « vend » les actifs à la SPV

Amélioration des termes du crédit



En quoi consistent les améliorations des termes du crédit ?



- ▶ Une amélioration des termes du crédit réduit le risque d'une opération de manière à atteindre une notation plus élevée. Essentiellement, elle améliore la solvabilité d'un emprunteur ou d'une opération. Les améliorations des termes du crédit peuvent prendre de nombreuses formes différentes, parmi lesquelles des garanties financières
- ▶ Ces instruments ou ces garanties peuvent améliorer l'accès d'un émetteur aux marchés financiers locaux et peut faire baisser le coût final du financement de l'opération
- ▶ Les concepts maniés au cours de l'évaluation des options d'amélioration du crédit incluent : la taille, l'échéance, la complexité de la structure, les coûts directs et administratifs, ainsi que la disponibilité de ces options sur les marchés émergents respectifs

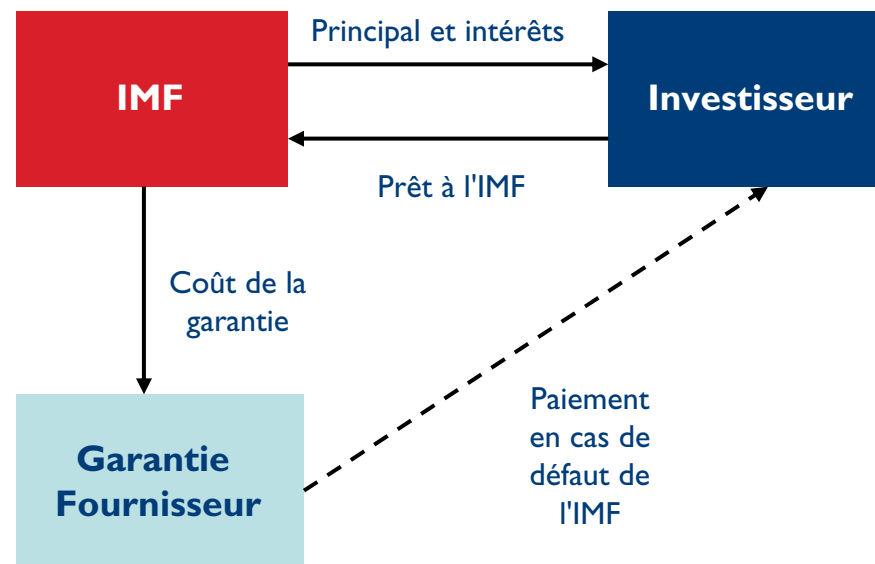


Garanties financières

Les garanties financières sont utilisées pour effectuer les paiements ponctuels

Définition :

- ▶ Une garantie assure que l'intérêt et le principal de l'instrument financier considéré seront payés en entier à l'échéance.
 - Le fournisseur de la garantie accepte la responsabilité de l'obligation si l'entité (MFI) ayant la responsabilité primaire pour l'obligation n'y fait pas face



Les garanties financières sont utilisées pour effectuer les paiements ponctuels

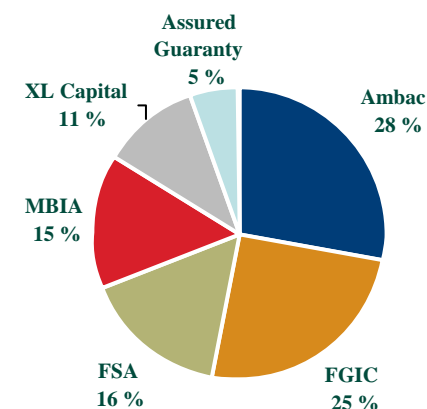
Considérations des opérations

- ▶ La viabilité des programmes de garantie dépend de la solvabilité perçue du garant pour répondre aux demandes de paiement (la notation attribuée)
 - Dans les marchés financiers développés, les notations de crédit attribuées par les principales agences de notation influencent fortement la perception des investisseurs au sujet du garant ou de l'émetteur
- ▶ Étant donné que les garanties complètes peuvent s'avérer trop chères ou impraticables, d'autres possibilités existent :
 - Les garanties partielles sont structurées de manière telle qu'il existe un partage des risques entre le prêteur et le garant qui mitige le risque de l'emprunteur jusqu'à un niveau qui peut être absorbé par le prêteur
 - La subordination des créances agit comme une amélioration de crédit dans laquelle le prêteur subordonné (IMF donneuse ou agence de développement) assume une privilège inférieur (junior) par rapport aux prêteurs senior

Présentation de l'assureur des obligations américaines

- ▶ Les membres de l'AFGI¹ avaient assuré des obligations pour une valeur en principal de 466,6 milliards USD en 2004 - y compris des valeurs municipales américaines, des obligations du secteur public international et des valeurs adossées à des actifs (ABS).²
- ▶ Sur le plan international, la valeur en principal des obligations assurées totalisait 58,5 milliards USD. Les obligations internationales adossées à des actifs ont augmenté de 4 % depuis 2003 pour atteindre 46,8 milliards en 2004.

Garants de US ABS/MBS en 2004 ⁽³⁾



1. Source : www.afgi.org. AFGI (Association of Financial Guaranty Insurers) est l'association professionnelle représentant les assureurs et réassureurs américains des obligations municipales et des valeurs mobilières adossées à des actifs. Ces garants sont des institutions financières (principalement des compagnies d'assurance) qui sont soumises à des règles et sont, le plus souvent, notées AAA.

2. Source : Asset Backed Alert, janvier 2005

Lettres de crédit stand-by

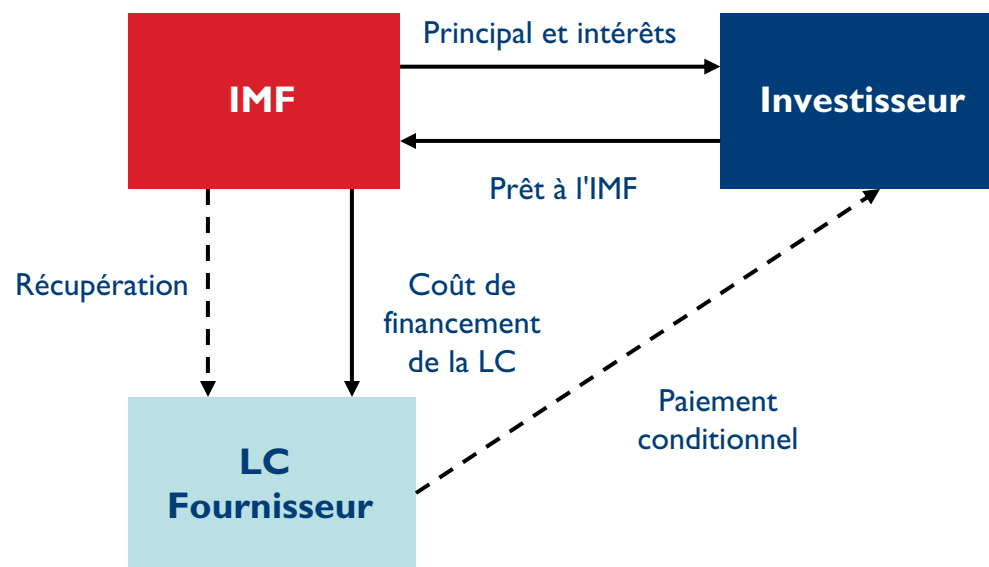


Lettres de crédit stand-by (SBLC)

Les lettres de crédit stand-by peuvent être utilisées pour accroître la liquidité du financement

Définition :

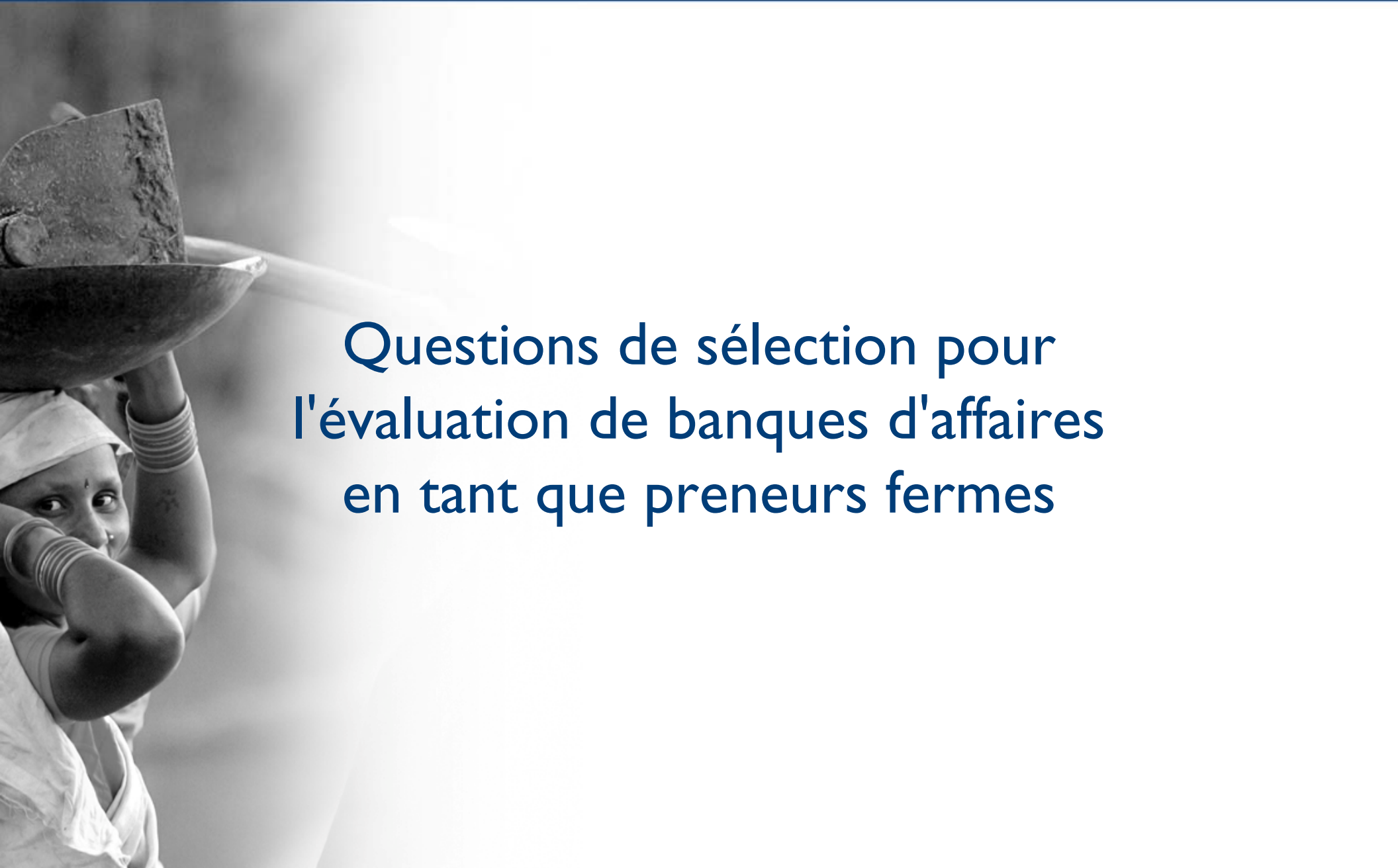
- ▶ **Une lettre de crédit (LC)** est un accord émis par une institution financière (généralement une banque) déclarant qu'un emprunteur (l'IMF) dispose d'une ligne de crédit en faveur du prêteur (l'investisseur) et confirmant que le paiement s'effectuera selon les termes de ladite lettre de crédit.
- ▶ **Une lettre de crédit stand-by ou « stand by letter of credit » (« SBLC »)** est une lettre de crédit conçue pour être utilisée uniquement lorsque le débiteur est en défaut de paiement
 - La lettre de crédit stand-by assure au prêteur que l'obligation de l'emprunteur sera respectée
 - En règle générale, la SBLC est émise par une banque dont la notation crédit est très élevée et aide essentiellement à substituer le risque de la banque au risque de l'émetteur – ce qui assure une meilleure protection aux investisseurs



Les lettres de crédit stand-by peuvent être utilisées pour augmenter la liquidité du remboursement. Les facteurs de l'opération sont décrits ci-dessous :

- ▶ Trois types de risque de base sont à envisager
 - Risque de crédit
 - Le fournisseur est exposé au risque de crédit de l'emprunteur et le coût d'émission de la SBLC, qui peut affecter de manière significative le calcul du prix dans les opérations à risque élevé
 - Cette possibilité n'est accessible qu'aux entités capables de satisfaire les exigences de crédit de l'émetteur de la LC
 - Risque de documentation
 - Il s'agit d'un contrat juridiquement exécutable, mais qui dépend du déclenchement de certaines clauses de défaillance prédéfinies
 - Une documentation ne remplissant pas les exigences de la LC peut rendre le contrat caduc
 - Risque politique
 - Les opérations internationales peuvent créer une exposition non désirée aux risques politiques et exceptionnels pour les investisseurs, cependant, la présence d'une SBLC émise par une banque internationale peut aider à atténuer le risque.
- ▶ Depuis 1979, Standard & Poor's a noté plus de 9 000 opérations aux États-Unis dont les termes sont améliorés par le soutien sans réserve d'une lettre de crédit (LC).
 - La notation attribuée à une opération garantie par LC est généralement celle du certificat de dépôt (CD) du fournisseur ou la notation crédit de l'émetteur.

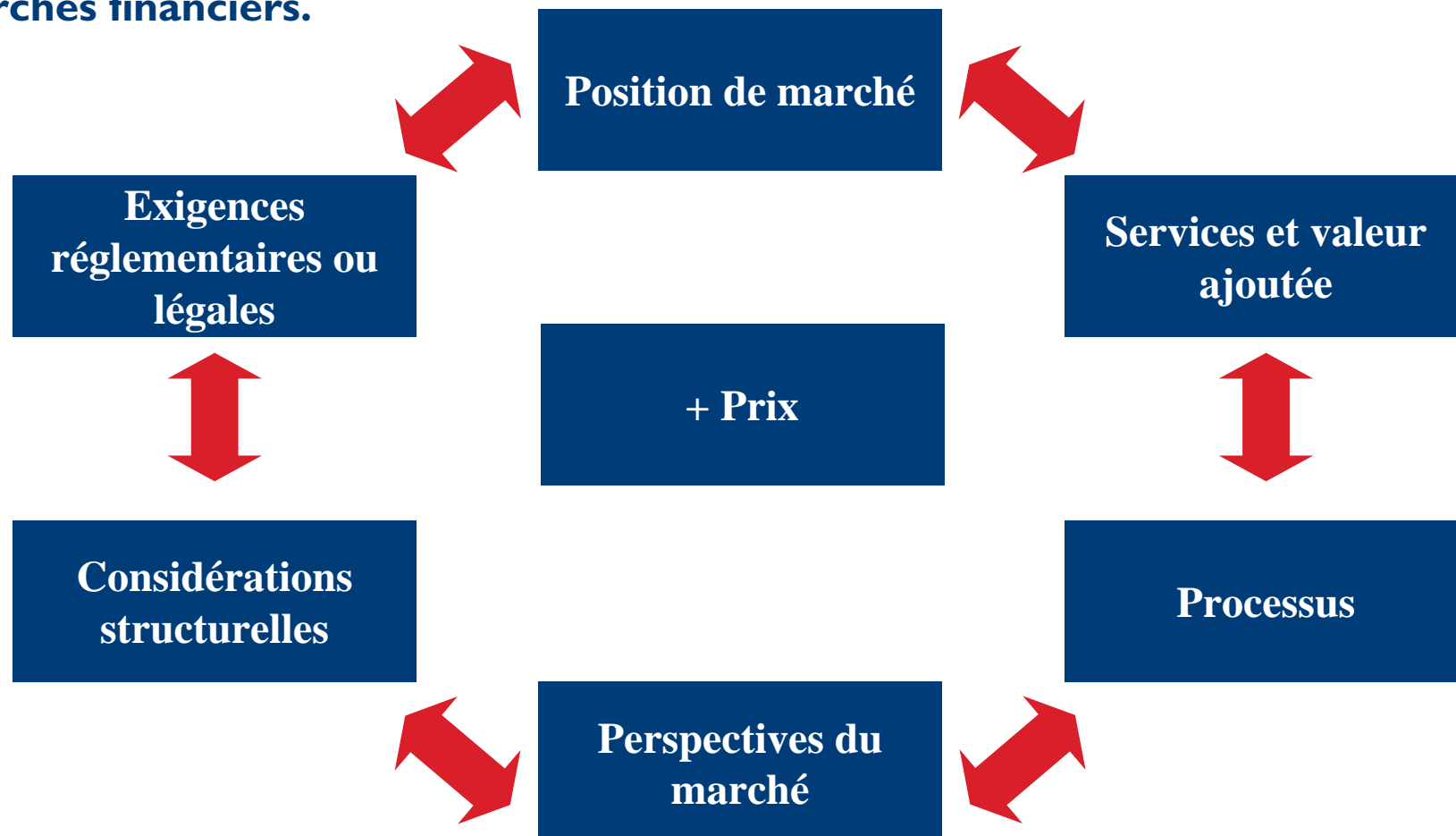
Section 8



Questions de sélection pour
l'évaluation de banques d'affaires
en tant que preneurs fermes

Sélection de banques d'affaires en tant que preneurs ferme

L'évaluation des banques d'affaires en tant que preneurs ferme selon les 7 critères ci-dessous peut aider à optimiser l'opération que vous planifiez sur les marchés financiers.



Reportez-vous à l'annexe (6) pour les questions spécifiques sur les sujets ci-dessus, à poser aux preneurs ferme potentiels, dans le cadre du processus de sélection.

Présentation de votre institution aux agents de notation et aux investisseurs



Processus de marketing : Présentation

- ▶ Au cours du processus de marketing, une IMF devra expliquer aux investisseurs son « positionnement » :
 - **L'offre de services de l'IMF**, ce qui inclut la clientèle ciblée, la focalisation régionale et géographique, méthodologie, stratégie d'expansion, produits et services offerts
 - **Les facteurs de différenciation** entre l'IMF et les institutions financières régulées et/ou commerciales
 - **Les Avantages concurrentiels** de l'IMF auprès des microentrepreneurs, comparé aux programmes concurrents, tels que la valeur qualitative de la marque de l'IMF et l'appel au marché cible
- ▶ Les investisseurs (investisseurs en actions en particulier) rechercheront la capacité d'une IMF :
 - à étendre et protéger les offres de produits existantes
 - à pénétrer de nouveaux marchés et à atteindre de nouveaux clients
 - à renforcer ses performances financières au moment d'analyser la poursuite d'un investissement
- ▶ Afin d'aider les investisseurs à prendre leur décision, le management doit prêter attention aux éléments suivants de l'investissement (exemple) :
 - **Un fond de commerce solide** : une IMF pourrait inclure des statistiques de part de marché ou de pénétration du marché, démontrant son leadership et soulignant les domaines où l'IMF détient une supériorité compétitive
 - **Une base de clientèle loyale** : une IMF peut souligner le nombre de clients qui se répètent ou d'autres statistiques de rétention des clients
 - **Un modèle commercial puissant** : une IMF peut exhiber des données sur les revenus qui se répètent, un levier d'exploitation élevé, une forte génération de flux de liquidités, une qualité de portefeuille élevée et des performances soutenues lors des périodes de mauvaise conjoncture économique
 - **Des opportunités de croissance réalisables** : une IMF peut souligner le nombre de microentrepreneurs de familles à faibles revenus présentes sur le marché mais qui ne disposent pas actuellement des services bancaires
 - **L'excellence du management** : une IMF pourrait commenter l'expérience de ses principaux cadres et de son conseil d'administration pour démontrer l'engagement du management envers l'institution et de son professionnalisme

Les IMF doivent être prêtes à aborder les préoccupations des investisseurs au travers d'une série de sujets

Structure organisationnelle

- ▶ Expérience de la microfinance accumulée par le management
- ▶ Contrôles internes actuels, origine, risque et audit
- ▶ Surveillance du comité exécutif ou du comité de direction
- ▶ Risque de « l'homme clé » (trop de choses dépendent d'une seule personne ou d'un seul groupe)
- ▶ Structure actuelle du capital et données financières
 - Propriété
 - Ratios d'endettement
 - Bilan et compte de résultats
- ▶ Prêteur direct ou indirect
 - Les prêteurs qui ne consentent pas de prêts de microfinance directement au public devront expliquer leurs relations avec les prêteurs directs.

Type de financement/Utilisation du produit

- ▶ Description de l'offre :
 - Termes de financement (échéance, fréquence des coupons, amortissements)
 - Type de financement (endettement, titrisation ou actions)
 - Valeur relative de l'offre par rapport à :
 - Emprunt public pertinent
 - Emprunt hypothécaire local ou titrisations
- ▶ Devise locale et restrictions à la convertibilité
 - Probablement plus important pour les opérations internationales
- ▶ Problèmes juridiques et juridictionnels
- ▶ Utilisation des produits :
 - Rentabilité estimée sur les 3 ou 5 ans à venir
 - Hypothèses (pour les calculs ci-dessus)

Les IMF doivent être prêtes à aborder les préoccupations des investisseurs au travers d'une série de sujets.

Création des actifs et gestion des risques

- ▶ Montage de l'emprunt :
 - Prise ferme et capacités d'expansion
 - Méthodologie d'évaluation du crédit
- ▶ Informations financières et d'analyse du point d'équilibre, y compris :
 - Taux d'accidents de paiement
 - Performances historiques du portefeuille
 - Rapports d'audit
- ▶ Gestion des risques :
 - Systèmes de back-office permettant de gérer le risque de crédit et les flux de trésorerie :
 - Systèmes et centres d'encaissement
 - Traitement des paiements
 - Procédure pour les prêts en souffrance
 - Valeurs de récupération (estimée et réalisée)

Support de tiers

- ▶ Sélection du conseiller financier
 - Données cruciales pour les titrisations
- ▶ Fournir les performances historiques de l'entité émettrice
 - Important, même pour les titrisations où une entité séparée, ou SPV, est créée
- ▶ Fournir des rapports à jour d'agences de notation ou des notations de crédit:
 - Choisir de préférence une grande agence (Fitch, S&P, Moody's) pour sa notation et pour sa notoriété internationale auprès des investisseurs
 - S'il s'agit d'une agence spécialisée, décrivez l'historique de la notation et sa méthodologie. Une notation d'agence spécialisée devrait être reconnue ou acceptée par les agences de régulation et les investisseurs des marchés financiers locaux

Processus de marketing :

Relations avec les investisseurs



La fonction des Relations avec les investisseurs est un élément important de l'effort de marketing et servira de point focal pour la communication avec les investisseurs sur une base permanente

- ▶ Si une IMF considère la possibilité d'étudier une opération sur les marchés financiers, il est essentiel que le management renforce sa fonction de relations avec les investisseurs (RI).
- ▶ La fonction Relations avec les investisseurs est en général chargée de la surveillance des voies par lesquelles l'IMF publie des informations pour le monde extérieur, en mettant l'accent sur la transparence et la cohérence
 - Après avoir terminé une opération sur les marchés financiers, l'équipe RI supervisera habituellement la documentation relative au respect des régulations et agira comme premier point de contact pour les investisseurs existants et potentiels recherchant des informations sur l'IMF
- ▶ De manière générale, la fonction RI se concentre sur la distribution et la dissémination d'informations financières (états financiers audités et rapports de notation) relatives à l'IMF, mais les tâches du département RI peuvent inclure la transmission d'informations liées à la politique de gouvernance d'entreprise de l'IMF ou la communication des changements intervenus dans l'offre d'un produit IMF, de nouvelles alliances stratégiques, de la pénétration de nouveaux marchés et d'autres développements similaires (spécialement s'il n'existe pas de fonction de communications pré-existante au sein de l'IMF)
- ▶ Comme la plupart des sociétés inscrites à la cote, une IMF doit désigner un cadre ou un membre de la direction chargé de répondre promptement aux requêtes en provenance des investisseurs
 - Le responsable RI peut aussi récolter des informations sur les concurrents, répandre les informations en donnant des conférences de presse, en organisant des exposés individuels, en entretenant la section RI du site Web d'une IMF et en coordonnant la production d'un rapport annuel
- ▶ L'équipe des RI doit également se tenir à jour sur les problèmes actuels et futures qui peuvent affecter l'IMF d'un point de vue réglementaire ou opérationnel. Le responsable RI doit travailler en étroite collaboration avec le directeur exécutif et le directeur des finances de l'IMF, ainsi qu'avec le président du conseil, afin de s'assurer que l'image de l'IMF soit conservée de façon cohérente. Souvent, le département des RI a aussi un rôle en matière de gestion des crises en cas d'une catastrophe opérationnelle.



Annexe I :
Description approfondie
du processus de notation

Nous exposons ci-dessous les informations qui se trouveraient dans une présentation de notation classique

Table des matières

- ▶ Executive Summary
 - Infos de haut niveau élevé en termes d'historique, de stratégie et de plan d'expansion
- ▶ Équipe de management
 - Présentation de l'équipe qui travaillera sur ce plan et le mettra en œuvre en identifiant l'expérience de ses membres
- ▶ Stratégie
 - Stratégie et justification à haut niveau
 - Discussion sur la stratégie mettant l'accent sur les aspects qualitatifs
- ▶ Plan de développement
 - Étape par étape : quel est votre objectif et comment voulez-vous l'atteindre
- ▶ Utilisation des fonds
 - Comment seront utilisés les fonds résultant de l'opération
- ▶ Projections financières
 - Les données financières projetées du plan de développement sont établies généralement sur 3 à 5 ans ou, au minimum, doivent couvrir la durée de l'opération sur le marché financier)
- ▶ Analyse de sensibilité
 - Mesures financières clés pour différentes sensibilités
 - Pour le IMF, la sensibilisation des variables clés de l'entreprise, en ce compris la croissance de la clientèle, les taux d'intérêts, les coûts d'exploitation et les coûts de financement)
- ▶ Annexes
 - Annexe I
 - Biographies du personnel d'exploitation principal
 - Annexe II
 - Hypothèses principales des projections financières



Annexe 2 : Commercial Paper

Création d'un programme américain de papier commercial



DOCUMENT	RESPONSABILITÉ DE :	DOCUMENT SOUMIS À :
Convention de courtier : Contrat entre l'émetteur et la banque d'affaires spécifiant les termes selon lesquels le courtier agira à l'égard de l'émetteur du papier commercial.	Émetteur/Banque d'affaires	Banque d'affaires/Émetteur/Agences de Notation
Mémorandum de l'offre : Un document de marketing donnant un aperçu de l'entreprise de l'émetteur et des termes du programme.	Émetteur/Banque d'affaires	Investisseurs
« Issuing and Paying Agent – IPA » agreement : il autorise la banque, agissant en tant qu'agent pour l'émetteur, à émettre le papier commercial et à payer les investisseurs à l'échéance.	IPA/Émetteur	Banque d'affaires/Agences de notation
Décision du Conseil et certificat de mandat : le Conseil d'administration de l'émetteur doit approuver l'emprunt de fonds et désigner les représentants autorisés à contracter des emprunts pour compte de la société.	Émetteur	Banque d'affaires/Agences de notation
Visa du régulateur des valeurs mobilières : Déclare que le commercial paper est exempté d'enregistrement en vertu du Securities Act de 1933, Section 3 ou Section 4.	Émetteur/Conseil juridique	Banque d'affaires/Agences de notation
« Corporate Opinion » : attestation interne que l'emprunteur est dûment constitué dans le respect de la législation ; que la Société détient tous les pouvoirs sociaux et peut valablement exécuter, remplir et assumer ses obligations ; que le commercial paper à émettre a été dûment autorisé, signé et transmis.	Émetteur/Conseil juridique	Banque d'affaires/Agences de notation
Promesse principale/DTC¹ Lettre de représentation : Fournissent les termes en vertu desquels le commercial paper négocié est enregistré dans le système comptable.	Émetteur/DTC/IPA	Banque d'affaires/Agences de notation
Justificatif de notations à court terme/Copies de lettres de notations.	Agences de notation/ Émetteur	Banque d'affaires

1. DTC - Depository Trust Company - Dépôt central dont les membres transfèrent électroniquement des actions et des certificats d'obligations (un établissement de clearing). (*cela ne me paraît pas génial : essayer de trouver qqch de mieux sur le site Vernimen*)

Création d'un programme américain de papier commercial



Calendrier de création d'un programme USCP – (Nouvel émetteur)

Date cible	Documentation/Action :	Responsabilité de :
Semaine Un	<p>Contacter les agences de notation pour les informer du nouveau programme.</p> <p>Contacter la banque commerciale en vue d'établir une ligne de back-up (en règle générale, une ligne de crédit destinée à fournir aux investisseurs une garantie de remboursement pour le programme de papier commercial. (le cas échéant) et sélectionner un agent d'émission et de paiement.</p>	Émetteur
Semaine Un-Deux	Fournir à l'émetteur un projet de convention de courtier et un mémorandum d'offre.	Banque d'affaires
Semaine Deux-Trois	<p>Entamer le traitement des documents de papier commercial :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Convention de courtier - Autorisation de prêter délivrée par le Conseil d'administration - Certificat de mandat - Notices légales - Convention d'agent d'émission et de paiement - Promesse physique (aussi : Promesse principale) 	Émetteur
Semaine Trois-Cinq	<p>Finaliser la documentation des lignes bancaires de back-up.</p> <p>Signer la convention de courtier et finaliser les autres documents de papier commercial, y compris la convention d'agent d'émission et de paiement.</p>	Émetteur/Banque d'affaires
	<p>Finaliser le mémorandum et autoriser la distribution aux investisseurs.</p> <p>Le Trader et l'émetteur discutent de la stratégie de marché et révisent les procédures des emprunts.</p>	Banque d'affaires



Annexe 3 :

Obligations, senior et subordonnées

Obligations : Principales considérations et risques pour les IMF et les investisseurs

Risques pour les IMF

Risques pour les investisseurs

Taux d'intérêt

- ▶ Pour les obligations à taux flottant, la progression de l'index de référence est synonyme de paiements d'intérêts plus élevés
- ▶ Dans le cas des obligations à taux fixe, lorsque les taux d'intérêt grimpent, il n'y a aucun risque d'élévation du coût de financement

- ▶ Pour les obligations à taux flottant, une chute de l'indice repère est synonyme de paiements d'intérêts plus faibles
- ▶ Pour les obligations à taux fixe, une hausse des taux d'intérêt fait baisser la valeur

Liquidité

- ▶ Difficultés potentielles de remboursement des obligations si l'échéance coïncide avec des conditions de crise.
- ▶ Lorsque les IMF consentent aux clients des prêts à plus long terme, elles ont besoin de financement pour faire la soudure – les obligations fournissent ce financement

- ▶ Il se peut qu'aucun marché secondaire actif n'existe pour les investisseurs dans les obligations émises par l'IMF

Crédit

- ▶ Gérer de manière appropriée le portefeuille de prêts aux clients et de liquidité des IMF pour assurer le paiement ponctuel du principal et des intérêts sur les obligations, spécialement lorsqu'il est prévu un remboursement entier du principal à l'échéance

- ▶ Compréhension potentiellement insuffisante des opérations et des risques de la microfinance

Taux de change

- ▶ Exposition aux risques de change : l'émission d'obligations libellées en devises étrangères crée une exposition aux mouvements de taux de change, qui découle du décalage entre le portefeuille de prêts (actifs) et les passifs de financement. Cette exposition est potentiellement dangereuse

- ▶ Lors d'un investissement en obligations libellées en devise étrangère, l'investisseur reçoit des flux de liquidités dans cette devise, dont l'équivalent en devise locale dépend des taux de change du moment

Droits d'achat et de vente

- ▶ Pour les obligations assorties d'un droit de revente anticipée, il existe un risque que l'investisseur revende l'obligation à l'IMF avant l'échéance. Dans ce cas, l'IMF peut se voir obligée d'augmenter son endettement à un taux d'intérêt plus élevé pour refinancer des obligations vendues par l'investisseur

- ▶ Pour les obligations assorties d'un droit de rachat, les flux de liquidités sont incertains. Si l'IMF rachète l'obligation avant l'échéance, l'investisseur pourrait s'exposer à un risque de emploi, s'il se voit obligé à réinvestir les fonds à un taux d'intérêt de marché inférieur

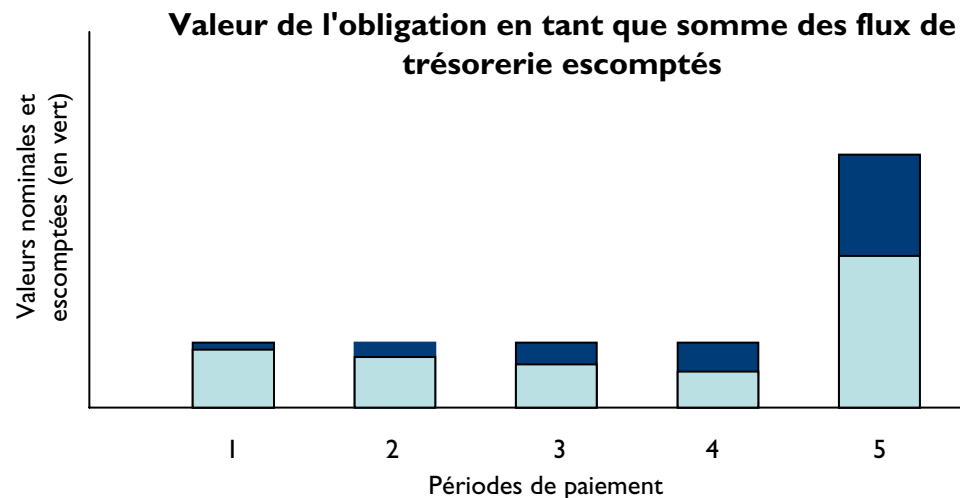
Obligations : Valorisation

- ▶ Le prix d'une obligation peut s'exprimer comme la somme de ses flux de liquidités escomptés:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

CF_t représente le flux de liquidités à la période t et r représente le taux d'escompte périodique. Plus haut se situe le taux d'escompte pour une série donnée de flux de trésorerie, plus bas sera le prix de l'obligation.

- ▶ Le **taux de rendement actuariel** coté habituellement est le taux d'escompte qui, s'il est utilisé pour escompter tous les flux de liquidités, rend la somme des valeurs présentes égale au prix de l'obligation. Il suppose que l'obligation est conservée jusqu'à l'échéance (ce qui pourrait ne pas être le cas s'il s'agit d'une obligation avec droit de rachat) et que les intérêts du coupon sont réinvestis à ce rendement.



- ▶ Sur un plan conceptuel, une hausse des taux du marché fait baisser la valeur d'une obligation à taux fixe parce que, si le marché perçoit que le rendement de l'obligation est trop bas par rapport aux attentes du marché, le prix de l'obligation baissera pour que son rendement s'aligne sur les taux d'intérêts en vigueur. Inversement, si les taux du marché chutent, le prix d'une obligation à taux fixe grimpera. En bref, les obligations comportent un risque inhérent qui tient à leur exposition au marché ; les taux d'intérêts futurs ne sont pas connus avec certitude et la valeur des obligations peut grimper ou chuter en conséquence.



Annexe 4 :

Actions - Ordinaires et privilégiées

Caractéristiques détaillées des actions ordinaires et privilégiées



Action ordinaire

- ▶ La majorité des actions détenues par le public
- ▶ Offre un droit de vote sur certaines décisions stratégiques de l'entreprise, telles que les élections au conseil d'administration et les divisions d'actions
- ▶ Donne à ses actionnaires le droit de prendre part aux dividendes, bien que ce dividende puisse - ou ne puisse pas - être payé

Action privilégiée

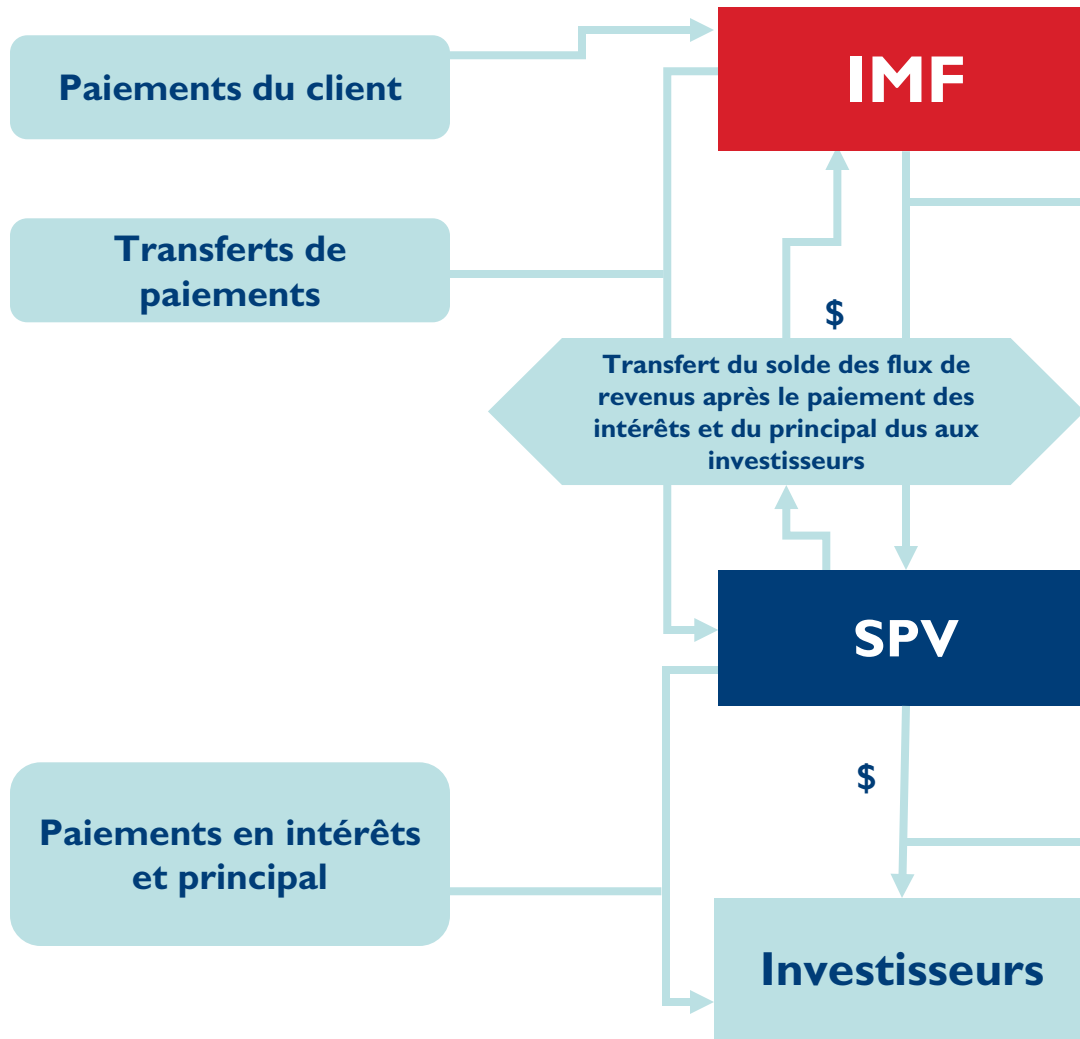
- ▶ Donne à ses actionnaires un droit prioritaire dans le partage du produit de la liquidation pour cause d'insolvabilité ou de faillite de l'émetteur (actionnaires senior par rapport aux actionnaires ordinaires)
- ▶ Donne à ses actionnaires le droit de percevoir un dividende fixe payé à intervalles réguliers
- ▶ Est habituellement cumulative, en ce sens que les dividendes impayés s'additionnent
- ▶ Donne à ses actionnaires la priorité sur l'encaissement des dividendes, par rapport aux détenteurs d'actions ordinaires
- ▶ Peut être participative ; les détenteurs d'actions privilégiées participatives ont le droit de recevoir des dividendes « participatifs » en plus du montant fixe que les détenteurs d'actions privilégiées perçoivent. Ce montant supplémentaire est égal au montant du dividende perçu par les actionnaires ordinaires qui dépasse le montant du dividende régulier des actions privilégiées, et est fonction des bénéfices.
- ▶ Elle peut être rachetable dans la mesure où l'émetteur a le droit de racheter les actions à un certain prix et de les retirer



Annexe 5 : Titrations

À quoi ressemble une opération de titrisation ?

Flux de trésorerie



Étapes du processus de titrisation

Création des actifs

- ▶ La première étape du processus de titrisation est la création des actifs.
- ▶ Les actifs sont créés lorsque, par exemple, l'entité consent un prêt ou un crédit hypothécaire à un emprunteur (ex : développement d'un portefeuille de prêts MF).

SPV¹

- ▶ L'initiateur (IMF) sélectionne un portefeuille d'actifs à titriser.
- ▶ En règle générale l'initiateur crée une structure d'accueil (SPV).
- ▶ La SPV peut être une société, une fiducie commerciale ou un partenariat, en fonction de la pratique et des facteurs locaux
- ▶ La SPV prendra souvent la forme d'une fiducie dont la création est un mécanisme relativement simple.

Vente des actifs

- ▶ Les actifs sont vendus à la SPV
- ▶ L'initiateur doit obtenir un audit juridique selon lequel la vente des actifs représente une 'vente réelle' et non une vente en substance qui ne représenterait qu'une forme de financement garanti, de telle sorte les actifs passent du bilan de l'IMF à la SPV

Amélioration des termes du crédit

- ▶ Il se peut que le portefeuille d'actifs doive être soutenu par un ou plusieurs types d'amélioration des termes du crédit et/ou de la liquidité
- ▶ Ceci permettra à l'IMF d'atteindre le profil de risque de crédit souhaité pour les obligations à émettre
- ▶ Dans la plupart des titrisations, les notations de crédit d'une ou de plusieurs des principales agences sont obtenues au moment de l'émission

Émission des valeurs

- ▶ La SPV émet des valeurs négociables pour financer l'achat des actifs de l'initiateur
- ▶ Les performances des valeurs sont directement liées aux performances des actifs



Annexe 6 :
« Collateralized Debt Obligations » et
« Collateralized Loan Obligations »

« Collateralized Debt » ou « Loan Obligations » (CDO ou CLO)



Présentation des CDO et CLO

- ▶ La technologie des CDO a été appliquée à une large gamme d'actifs, dont une grande part est constituée par des prêts bancaires. Les CDO adossés à des portefeuilles de prêts bancaires sont appelés collateralized loan obligations (CLO). Dans les structures CLO, les flux financiers des portefeuilles (actifs) sont utilisés pour rembourser les investisseurs des tranches de CLO (passifs).
- ▶ La première CLO a été émise en 1990, et cette catégorie d'actifs a gagné en popularité au cours des 10 dernières années, pour atteindre un volume d'émission d'environ 210 MM USD en 2005.¹ La catégorie des actifs continue à grandir et le volume d'émissions global de CLO et de CDO financiers structurés ont bondi de 70 % entre 2004 et 2005.

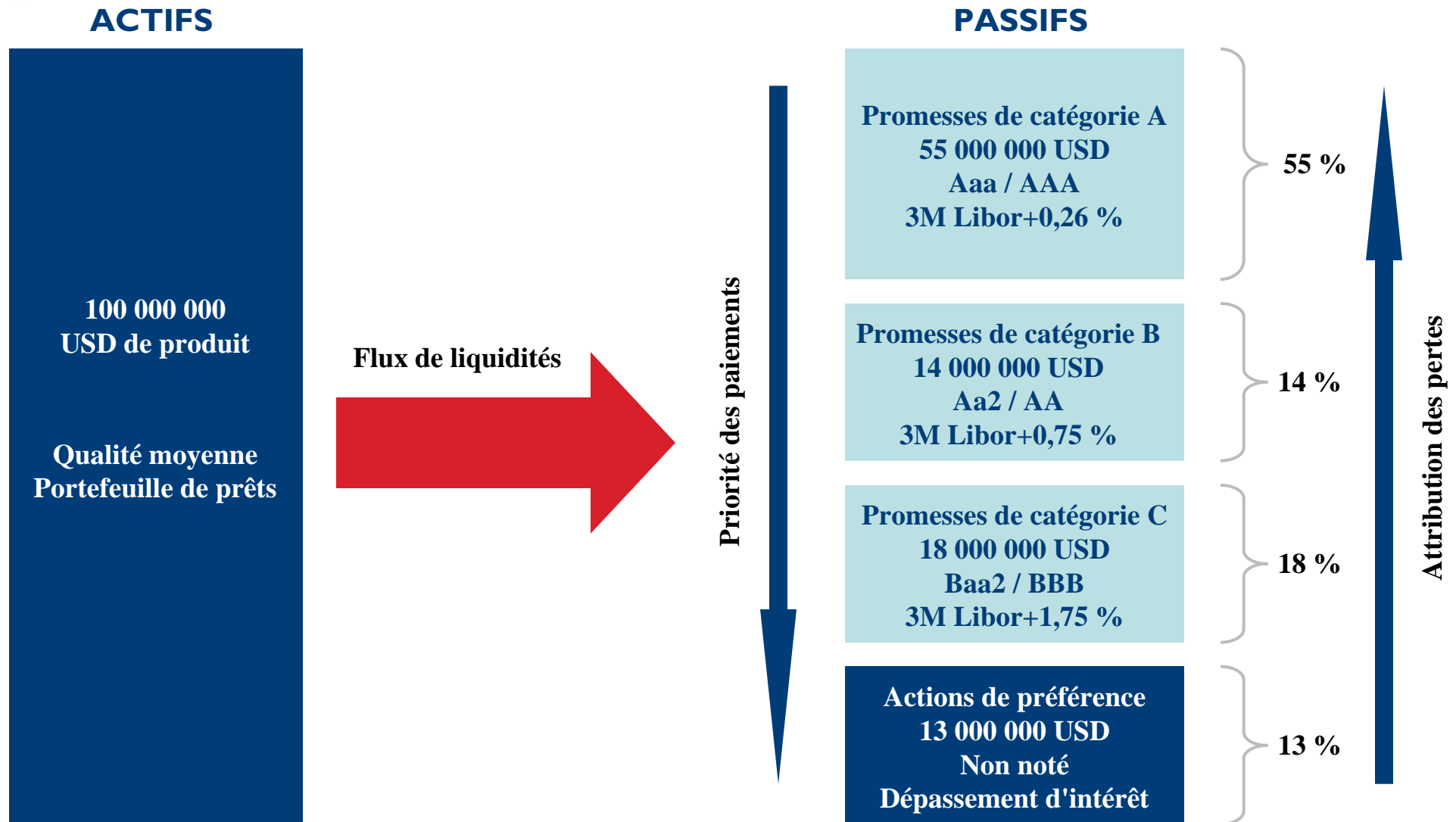
Avantages des CLO en tant que source de financement pour les IMF²

- ▶ **Accroître le nombre d'IMF ayant recours aux marchés financiers.** Les investisseurs plus enclins à investir dans un portefeuille diversifié de prêts à des IMF que dans une émission d'obligations par une seule IMF, atteindront plus facilement la taille minimum de l'émission pour les IMF étant donné que le montant total de l'émission est distribué parmi les IMF participantes
- ▶ **Réduisent les coûts d'émission des IMF** parce que ces coûts peuvent être distribués entre plusieurs IMF participant à une CLO
- ▶ Permettent aux IMF de titriser une grande part de leurs registres de prêts à des investisseurs qui ne participent pas directement dans les marchés de prêts primaires en raison des restrictions contractuelles ou aux barrières à l'entrée des marchés
- ▶ **Aident à améliorer la liquidité** par l'entremise de CLO ou de titrisation là où des prêts bancaires peu liquides sont convertis en instruments négociables du marché financier. Fournissent un nouveau financement aux IMF et de la liquidité pour consentir de nouveaux microcrédits
- ▶ **Donnent aux investisseurs accès à tout un portefeuille de risques de crédits** au travers d'un seul investissement. Par la création d'une structure senior ou subordonnée de tranches avec différents degrés de risque et de rentabilité, les CLO permettent aux participants de construire des investissements personnalisés rencontrant différents objectifs en fonction de l'attraction plus ou moins grande pour le risque

1. Source : Lehman Brothers

2. Les inconvénients des CDO et des CLO en tant que sources de financement sont notamment l'importance des déclencheurs et des clauses restrictives, ou encore des limitations aux emprunteurs.

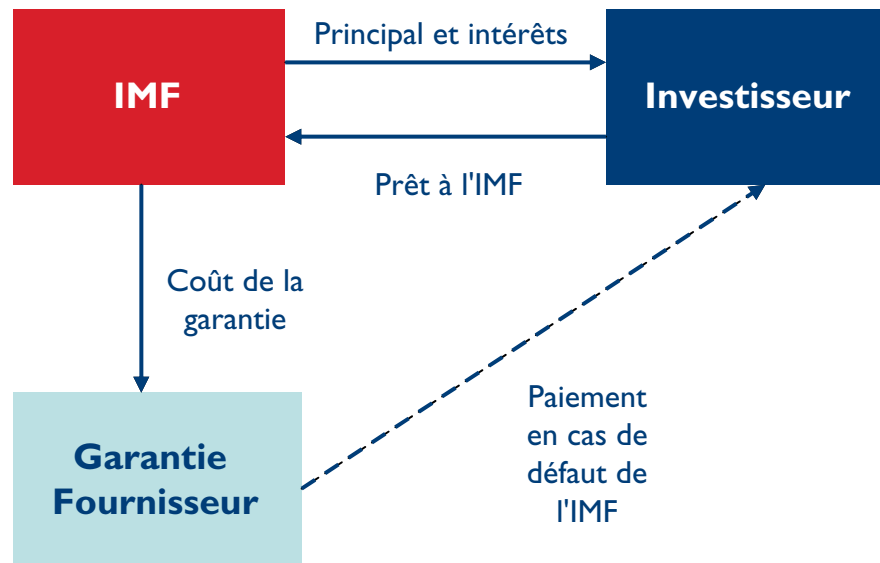
Structure typique d'une CLO





Annexe 7: Améliorations des termes de crédit

Les garanties financières sont utilisées pour effectuer les paiements ponctuels



Bénéfices :

- ▶ Les garanties peuvent créer un grand nombre de bénéfices tels qu'une réduction des coûts et un meilleur accès des investisseurs.
- ▶ Faire appel à un plus large contingent d'investisseurs peut accroître les possibilités de commercialiser des émissions de valeurs mobilières en faveur de grandes entités bien connues mais aussi pour des émetteurs plus petits, qui apparaissent moins fréquemment sur le marché.
- ▶ Les investisseurs s'appuient fréquemment pour leurs analyses de risque sur les notations crédit du garant.

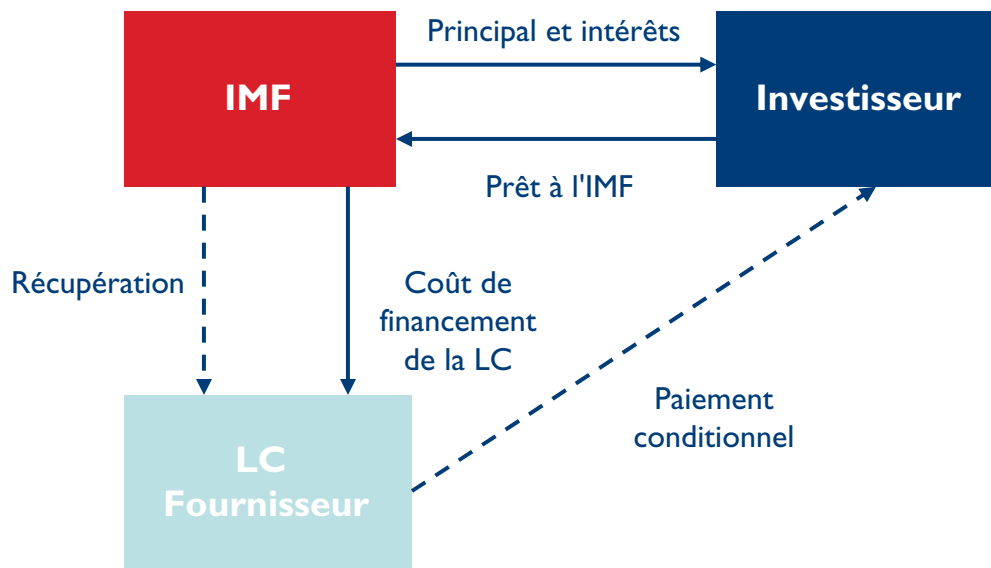
Définition :

- ▶ Une garantie assure que les intérêts et le principal seront payés ponctuellement et en intégralité pour l'instrument financier en question.
 - Le garant accepte de payer l'obligation si le débiteur principal (l'IMF) ne la paie pas.
- ▶ Des garanties ont été émises pour des prêts, des obligations, des financements d'infrastructure et de projets ; pour couvrir des risques politiques locaux ; des titrisations d'actifs; des opérations financières structurées et des emprunts souverains et quasi-souverains
- ▶ Les garants étaient des agences gouvernementales, des institutions financières de développement, des banques et des compagnies d'assurance.

Caractéristiques :

- ▶ Les garanties financières sont devenues populaires dans des marchés caractérisés par les faibles probabilités de défaillances et la probabilité élevée d'une reprise substantielle dans les cas rares où un défaut de paiement se produit.
- ▶ Historiquement, l'accent a été mis sur les garanties des obligations municipales (aux États-Unis), les valeurs adossées à des actifs et les instruments financiers structurés, mais l'attention se porte aujourd'hui sur les opportunités des marchés émergents.
- ▶ Elles couvrent généralement le montant en principal des obligations émises (avec la possibilité de structurer des garanties pour couvrir également les intérêts)
- ▶ Parmi les exemples de garants financiers aux États-Unis, nous devons citer certaines institutions financières de première qualité, telles que de grandes compagnies d'assurance, des institutions financières mondiales (Citigroup, JPMorgan), ou des départements gouvernementaux (Small Business Administration). Pour les IMF, les garanties financières peuvent procéder d'institutions de développement de première importance telles que l'IFC, l'Inter-American Development Bank et l'USAID.

Les lettres de crédit stand-by peuvent être utilisées pour accroître la liquidité du financement



Bénéfices :

- ▶ La lettre de crédit stand-by est souvent utilisée pour garantir les performances d'un emprunteur ou renforcer sa solvabilité
- ▶ Réduire le risque de crédit peut aussi permettre aux emprunteurs de lever des fonds en dehors de leur base traditionnelle d'investisseurs

Définition :

- ▶ Une **lettre de crédit (LC)** est un accord émis par une institution financière (généralement une banque) déclarant qu'un emprunteur (l'IMF) dispose d'une ligne de crédit en faveur du prêteur (l'investisseur) et confirmant que le paiement s'effectuera selon les termes de ladite lettre de crédit.
- ▶ Une **lettre de crédit stand-by (« SBLC »)** est une lettre de crédit conçue pour être utilisée uniquement lorsque le débiteur est en défaut de paiement.
 - La lettre de crédit stand-by assure au prêteur que l'obligation de l'emprunteur sera respectée.
 - En règle générale, la SBLC est émise par une banque dont la notation crédit est très élevée et aide essentiellement à substituer le risque de la banque au risque de l'émetteur – ce qui assure une meilleure protection aux investisseurs

Caractéristiques :

- ▶ Lorsqu'un paiement conditionnel est requis :
 - Le prêteur est en mesure de tirer sur la LC en présentant la preuve que l'emprunteur a failli à son obligation de rembourser.
 - La banque est obligée de s'exécuter si les documents présentés sont conformes aux termes de la LC.



Annexe 8 :

Autres instruments des marchés financiers

1. Obligations à haut rendement

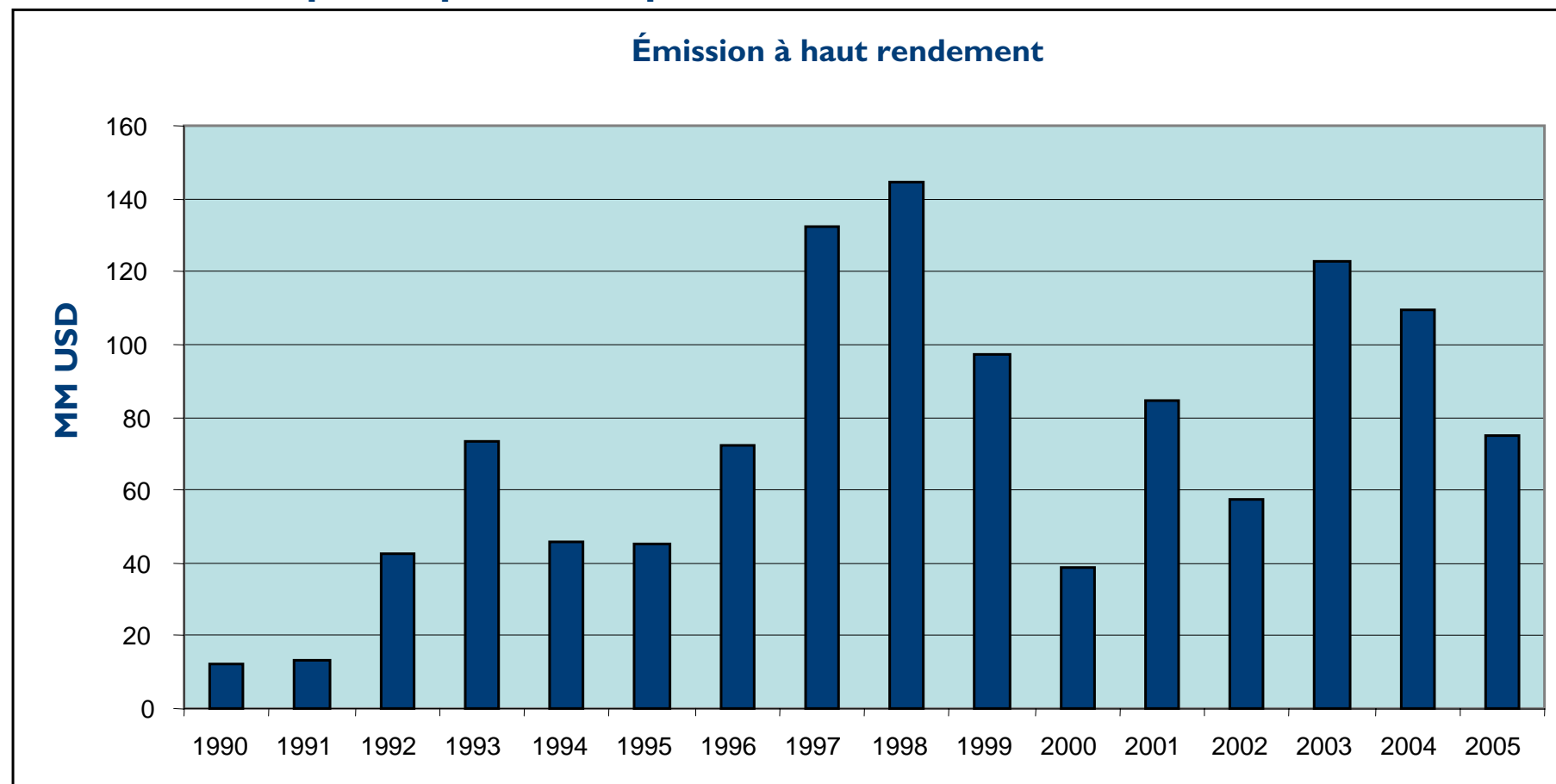
Les obligations à haut rendement sont émises par des sociétés qui sont notées comme n'étant pas de première qualité

- ▶ Les agences de notation attribuent leur notes sur la base de l'opinion qu'elles se font de la capacité de l'émetteur de rembourser les intérêts et le principal.
 - Les émetteurs présentant un plus grand risque de défaut de paiement (de ne pas payer les intérêts et le principal comme prévu) sont notés comme n'étant pas de première qualité
 - Les notations Ba1/BB+ (pour Moody's/S&P) et inférieures ne sont pas considérées comme de première qualité¹
 - Ces émetteurs doivent payer un taux d'intérêt plus élevé pour attirer les investisseurs et pour compenser la prise d'un risque supérieur associée à un investissement en obligations de moindre qualité
 - Ces émetteurs et les obligations émises sont classées en « haut rendement »
- ▶ Parmi les organisations qui émettent des obligations à haut rendement, il y a de nombreux types différents de sociétés, américaines et non américaines, ainsi que divers gouvernements.
 - Les sociétés ont recours aux marchés à haut rendement pour de nombreuses raisons dont celles-ci :
 - Les sociétés émergentes qui n'ont ni l' historique, ni la taille et la capacité requises pour obtenir une notation de première qualité
 - Les sociétés qui acquièrent une société cotée, souvent en faveur d'un groupe d'investissement privé
 - Certains gouvernements peuvent s'appuyer sur des obligations à haut rendement pour attirer les capitaux car ils présentent des risques spécifiques (tels que le risque de devise et le risque politique).
 - Les sociétés qui ne se financent pas totalement elles-mêmes par leurs bénéfices ou des emprunts auprès des banques.
- ▶ Les facteurs qui affectent les émetteurs sont les suivants :
 - Le risque économique : Au cours des récessions, les obligations à haut rendement perdent en général plus de valeur en principal que les obligations de première qualité. Si la confiance des investisseurs baisse, ils vont avoir tendance à n'acheter et ne détenir que des obligations de première qualité, telles que des bons et obligations du Trésor américain; on parle souvent de « valeurs refuges ».
 - Risque de secteur et de société – parmi les facteurs susceptibles d'affecter la capacité d'une société de rembourser ses obligations à l'échéance: des changements dans la gestion, des augmentations de coûts, la réglementation et la nouvelle concurrence. Certains événements peuvent affecter négativement les sociétés dans tout un secteur industriel
- ▶ Une série d'investisseurs participent au marché des obligations à haut rendement y compris les personnes physiques (par propriété directe et/ou au travers de fonds de placement) ; des institutions telles que des compagnies d'assurance ou des fonds de pension et des investisseurs ayant un attrait suffisant pour les titrisations peuvent utiliser les obligations à haut rendement en tant qu'actif sous-jacent (CBO)

1. Voir la section des agences de notation pour plus d'informations sur les classifications.

Obligations à haut rendement

Les obligations à haut rendement sont émises par des sociétés qui sont notées comme n'étant pas de première qualité



Source : site Web de la Bond Markets Association et Thomson Financial Securities Data.

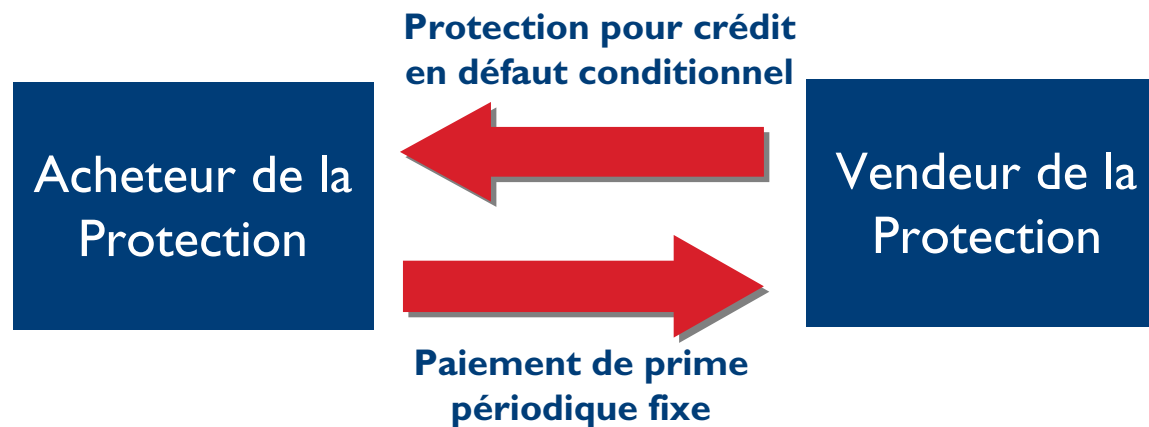
2. Swaps de crédit sur défaut (CDS)

Les Swaps de crédit sur défaut sont utilisés pour acquérir une protection contre le risque de défaut

- ▶ Un Swap de crédit sur défaut (Credit Default Swap - CDS) est une opération d'échange qui transfère l'exposition d'un risque de crédit à taux fixe entre parties. L'acheteur d'un swap de crédits reçoit une protection de crédit en vertu de laquelle le vendeur du swap garantit la solvabilité de la dette. Le risque de défaut est dès lors transféré du détenteur du titre à taux fixe au vendeur du swap.
 - Les swaps de crédit sur défaut concrétisés au travers 'd'expositions synthétiques' à des crédits appelés entités de référence. Les swaps par défaut transfèrent le risque de crédit sans nécessité de changement des titres, prêts ou obligations sous-jacentes.
 - Les CDS sont les dérivés de crédit les plus largement utilisés. Dans un CDS, l'acheteur de la protection verse une commission périodique au vendeur d'une protection en échange d'un paiement conditionnel du vendeur, en cas de survenance d'un événement de crédit (tel qu'une défaillance) pour l'entité de référence
 - Un CDS est souvent utilisé comme police d'assurance, ou couverture, pour le porteur d'une obligation ou d'un prêt d'entreprise. En général, la durée d'un contrat de CDS est de cinq ans, bien que des durées jusqu'à dix ans ne soient pas rares.
- ▶ Les Swaps de crédit sur défaut sont habituellement utilisés pour créer une exposition souhaitée, ou pour couvrir un risque sans transférer la propriété légale.
 - Les banques ont utilisé les CDS pour vendre ou réduire le risque de crédit de leurs portefeuilles de prêts et d'obligations
- ▶ Les Swaps de crédit sur défaut ont commencé à se négocier à la fin des années 1990, lorsque les banques commerciales internationales ont cherché à couvrir leur exposition aux risques de crédit des sociétés. Les marchés ont évolué depuis lors et les CDS représentent le mode principal de négociation des crédits aux États-Unis et en Europe. En revanche, les volumes grimpent toujours dans les marchés émergents.
- ▶ Les Swaps de crédit sur défaut varient en fonction de :
 - Durée ou échéance
 - Forme de paiement des commissions (prélevées au départ ou périodique)
 - Nature des événements de crédit, qui comprennent notamment des événements tels que la faillite, le défaut de paiement, l'accélération des échéances et la restructuration

Swaps de crédit sur défaut

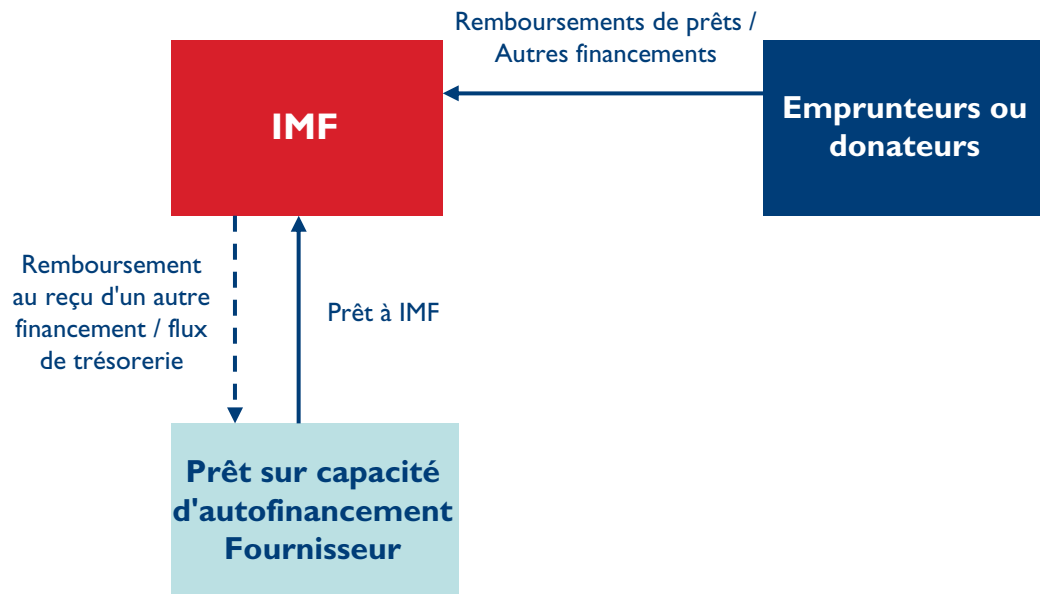
Schémas de swaps sur défaut



- ▶ Le contrat prend fin lors de la survenance d'un événement de crédit (ou d'un défaut de l'actif sous-jacent), ou à l'échéance du contrat.
- ▶ Lors d'un événement de crédit, la liquidation peut se faire par :
 - Liquidation physique—l'acheteur livre les obligations en défaut et le vendeur les règle à leur valeur pair, ou
 - Liquidation en espèces—l'acheteur ne livre rien, mais le vendeur paie un montant égal à la valeur pair moins le montant récupéré de l'obligation initiale.

3. Prêt sur capacité d'autofinancement

Les prêts sur capacité d'autofinancement sont utiles pour faire la jonction du financement en attendant qu'un nouveau financement assuré se concrétise



Bénéfices :

- ▶ Un prêt sur capacité d'autofinancement peut permettre à l'organisation de lancer de nouveaux programmes, de maintenir les services, de payer le personnel, d'acheter les fournitures et de payer les factures pendant les périodes où les disponibilités des sources habituelles de revenus et de financement se font attendre
- ▶ Un prêt sur capacité d'autofinancement peut permettre à l'organisation de fonctionner sans heurts et à poursuivre son exploitation sans interruption de service

Qu'est-ce qu'un prêt sur capacité d'autofinancement ?

- ▶ Pour les entreprises qui dépendent du financement de sources externes pour assurer des services vitaux, il peut fréquemment se produire des retards significatifs avant que les fonds ne soient disponibles
- ▶ Les fournisseurs de prêt sur capacité d'autofinancement sont en général des banques

Caractéristiques :

- ▶ Les prêts sur capacité d'autofinancement sont une bonne solution pour les organisations qui reçoivent de flux de trésorerie prévisibles et constants
- ▶ Le financement des flux de trésorerie peuvent compléter les processus nécessaires de gestion du cash-flow en améliorant, par exemple, le cycle de conversion des liquidités

4. Couvertures en devises

Les couvertures en devises sont utilisées pour gérer l'exposition aux risques de change

En quoi consiste une couverture en devises ?

- ▶ Une couverture est une stratégie de trading qui permet à un investisseur ou un emprunteur de se protéger contre les fluctuations négatives des prix d'un actif ou d'un passif du bilan, en prenant une position inverse pour une date d'échéance future. En créant cette position, l'investisseur se prive aussi des bénéfices découlant des fluctuations positives de l'actif ou du passif
- ▶ Les changements du panorama économique et politique international soulèvent des doutes quant à l'évolution des taux de change. Cette incertitude est cause de volatilité et aboutit au besoin de trouver un moyen efficace de couvrir le risque de change, tout en s'assurant simultanément une position financière future

Risques de devises :

- Exposition aux risques de change
 - Lié aux financements ou aux investissements étrangers
 - Dans le cadre de la conduite d'une activité internationale
- Exposition au risque des taux d'intérêts
 - En raison du différentiel de taux d'intérêts entre les devises de deux pays sur un contrat de change

Instruments généralement utilisés pour faire face aux besoins de couverture ci-dessus :

- ▶ Contrats à terme - Contrat stipulant l'achat ou la vente d'une devise étrangère à taux fixe à livrer à une date future ou au cours d'une période spécifiée
 - Les contrats à terme en devise étrangère sont utilisés comme couverture lorsqu'un investisseur a l'obligation de faire ou de recevoir un paiement en devise étrangère à une certaine date future. Si la date du paiement en devise coïncide avec la date de dénouement du contrat à terme, l'investisseur aura "verrouillé" le taux de change pour le montant du paiement

Les couvertures en devises sont utilisées pour gérer l'exposition aux risques de change

Instruments généralement utilisés pour faire face aux besoins de couverture ci-dessus (suite):

- ▶ Options en devises étrangères - Il s'agit d'un contrat financier en devise étrangère qui donne à l'acheteur le droit, mais pas l'obligation, d'acheter ou de vendre un contrat spécifique en devise étrangère (le sous-jacent) à un cours spécifique (le prix d'exercice) et à une date spécifique ou avant elle (la date d'expiration). Le montant que le preneur d'option paie au vendeur de l'option pour les droits du contrat d'option en devise est appelé la prime.
 - Généralement utilisé en association avec d'autres contrats d'option en devises pour créer des stratégies plus complexes de couverture en devises
- ▶ Swaps en devises étrangères - Contrat en devises étrangères aux termes duquel l'acheteur et le vendeur échangent des montants initiaux égaux en principal libellés dans deux devises différentes au cours spot (au comptant). L'acheteur et le vendeur échangent les paiements d'intérêts fixes ou flottants dans leurs devises « swappées » respectives, pour le terme du contrat. À l'échéance, le montant en principal est effectivement « re-swappé » à un taux de change prédéterminé, afin que les parties récupèrent finalement leurs devises du début.
 - Les swaps en devises sont souvent utilisés comme instrument de couverture en devises étrangères, étant donné que l'acheteur qui négocie un swap peut, pour l'essentiel, échanger une obligation en devise étrangère contre une obligation en monnaie nationale

Avantages :

- ▶ Les IMF peuvent être confrontées à des risques de change significatifs lorsqu'elles s'adressent aux marchés financiers étrangers. Les couvertures en devises permettent à l'IMF de gérer ce risque.
- ▶ Si l'IMF opère dans un pays où les marchés financiers locaux ne sont pas suffisamment développés, les couvertures en devises lui permettent éventuellement d'accéder aux capitaux des marchés internationaux, tout en se préservant des risques de change.
- ▶ Même lorsque les marchés financiers locaux sont bien développés, les couvertures en devises donneront la possibilité à une IMF de diversifier ses sources et d'accéder aux marchés internationaux pour leurs besoins financiers.



Annexe 9 :
Questions de sélection
pour l'évaluation des banques
d'affaires et des preneurs ferme

Position dans le marché, services et avantages compétitifs



1. Position de marché

- ▶ Quelle est votre position au « tableau de la ligue » (classement compétitif par rapport à vos pairs) dans le marché des obligations du pays concerné, du papier commercial ou de la titrisation ⁽¹⁾ (année actuelle jusqu'à cette date) par :
 - Volume d'émissions
 - Nombre d'opérations
 - Si possible, l'IMF doit mener sa propre étude sur cette question à partir de sources telles que le site Web de la bourse ou des agences de surveillance des valeurs mobilières
- ▶ Quels sont vos clients principaux pour les émissions (entreprises ou public/état), en nombre d'opérations réalisées au cours de l'an dernier ?
- ▶ Quel est le profil de votre client type ?
 - S'agit-il de grandes entreprises ou de sociétés plus petites ? (Étudiez de près les banques d'affaires qui remportent un grand succès auprès des petits émetteurs cherchant à pénétrer sur le marché)
- ▶ Quelle est votre réputation ou votre niche dans les marchés pour cette possibilité de financement spécifique ?

2. Services et avantages compétitifs

- ▶ Quel appui fournissez-vous aux émetteurs débutants pour les aider à accéder au marché des obligations ?
- ▶ Dans quelle mesure comprenez-vous le secteur de la microfinance ?
- ▶ Quelle est votre capacité de distribution—de placer nos valeurs mobilières ?
- ▶ Avec quelle base d'investisseurs avez-vous les meilleures relations pour vendre les valeurs mobilières ?
- ▶ Vendez-vous la plupart des valeurs mobilières à des tiers ou à des affiliations institutionnelles de votre institution financière (compagnies d'assurance, gestionnaires de portefeuille, clients privés ?)
- ▶ Disposez-vous d'une masse critique de clients socialement responsables ?
- ▶ Si nous organisions une opération structurée avec vous, qui achèterait le bloc des actions ?
- ▶ Seriez-vous à même de nous aider à collaborer avec une agence de notation ? Dans ce cas, qu'est-ce que cela supposerait ?
- ▶ Notre opération consisterait-elle en un placement privé ou existe-t-il pour nous un moyen d'accéder à un tour de table plus large ?

1. Dans cette annexe, nous traitons de la sélection d'opérations en obligations, bien que ces questions pourraient également concerner d'autres instruments des marchés financiers.

3. Prix

- ▶ Quels sont les principaux frais et commissions qui entourent le lancement d'une opération sur le marché ? Veuillez fournir le détail des catégories de coût et des estimations.
- ▶ Les catégories doivent inclure les intérêts, les frais juridiques, la notation, le marketing et les commissions des opérations y compris, éventuellement les frais de montage, de placement, d'amélioration des termes du crédit et d'autres commissions propres aux marchés financiers.
- ▶ Quelle est la structure des commissions, en ce compris l'horizon de temps des paiements ? Que sommes-nous tenus de payer en cas d'échec de l'opération ?
- ▶ Comment les taux d'intérêts varient-ils en fonction de la notation, des durées et des garanties, ou encore des améliorations des termes du crédit ?

4. Perspectives du marché

- ▶ Quels sont les principaux investisseurs pour la valeur considérée ? Les investisseurs institutionnels (fonds de pension, compagnies d'assurance et autres), les investisseurs privés, ou les deux ?
- ▶ Intérêt des investisseurs : quels types de structures de valeur intéressent-elles le plus les investisseurs ?
 - Notations : la plupart exigent-ils ou favorisent-ils les transactions notées ? Agents de notation particuliers ?
 - Durée
 - Taille (montant minimum d'obligations nécessaire pour atteindre le marché ?)
 - Taux d'intérêt flottant ou fixe ?
- ▶ Liquidité (par rapport à la taille ; les investisseurs exigent-ils un marché secondaire pour les obligations ?)
- ▶ Garanties (la plupart des obligations sont-elles non garanties ? Sinon, type de garantie généralement requis ?)
- ▶ Clauses financières restrictives : Les investisseurs exigent-ils le respect de ratios financiers (bras de levier maximum, liquidité minimum) ? Devrions-nous envisager une figure de fiduciaire ou de trust ?
- ▶ Dans quelle mesure les investisseurs seraient-ils ouverts à des termes contractuels autorisant le remboursement anticipé ou le refinancement de la dette (obligations remboursables par anticipation) ?
- ▶ Quelle est la période de l'année la plus propice aux émissions d'obligations (quand les marchés sont-ils les plus liquides ?)
- ▶ Quelles opérations récentes avez-vous réalisées, qui soient comparables ou puissent servir de point de référence ?

Considérations structurelles : réglementaires, juridiques et de processus



5. Considérations structurelles

- ▶ Quelle serait la meilleure façon de structurer l'émission et pourquoi ?
- ▶ Quels devraient être, selon vos prévisions, les principaux acheteurs de nos valeurs ?
- ▶ Votre banque prendrait-elle une position majeure sur nos valeurs ?
- ▶ Pensez-vous que nous devons ou devrions être notés ? Pourquoi ou pourquoi pas ?
- ▶ Quels autres instruments des marchés financiers ou options financières nous recommanderiez-vous et pourquoi ?
- ▶ Pensez-vous que nous pourrions lancer une émission d'obligations non garantie ? Sinon, quel type d'amélioration des termes du crédit pourrait-il être requis ?

6. Exigences réglementaires et juridiques

- ▶ Quels sont les critères principaux pour un émetteur désireux d'accéder aux marchés financiers de notre pays ?
- ▶ Y a-t-il des restrictions à la structure juridique de l'émetteur ?
- ▶ Des restrictions particulières relatives aux institutions financières (devez-vous être régulés ? ONG ?)
- ▶ Devrions-nous mettre en place certaines certifications ou structures avant d'envisager une émission d'obligations ?
- ▶ Existe-t-il des critères de gouvernance que nous devrions respecter ?
- ▶ Dans le cas des opérations impliquant des actions, quels changements ou ajouts seraient-ils requis, le cas échéant, dans notre équipe de management avant toute opération ?

7. Processus

- ▶ Combien de temps s'écoulerait-il entre la sélection du preneur ferme et le début de la structuration, jusqu'à la clôture de l'opération ?
- ▶ Veuillez décrire les principales étapes qui s'échelonneront depuis le début jusqu'à la fin du processus et fournir un calendrier indicatif.
- ▶ Quels seront les contacts principaux auprès de votre banque et de notre organisation et quel est temps d'engagement estimé requis pour nos principaux contacts ?
- ▶ Quels sont les principaux documents nécessaires pour que votre banque puisse procéder à sa diligence raisonnable et à sa révision ?

8. Capacités en devises étrangères

- ▶ Seriez-vous en mesure de nous proposer des prêts en monnaie locale ?
- ▶ Disposez-vous de capacités internes de couverture ?
- ▶ Avez-vous de l'expérience et des relations dans les marchés où nous opérons ? Si oui, décrivez-les.

Avis de non-responsabilité



Ce document est établi exclusivement aux fins d'information et ne peut être considéré ni comme une offre de vente ni comme une sollicitation d'offre d'achat des produits qui y sont mentionnés. Ces informations ont été recueillies à partir de sources diverses et nous n'affirmons pas qu'elles sont complètes et exactes et elles ne peuvent être considérées comme telles. Les investissements dérivés requièrent des investisseurs qu'ils analysent plusieurs caractéristiques et facteurs de risque qui peuvent ne pas être présents dans d'autres d'investissements. Vous devez étudier la rentabilité spécifique et le profil de risque d'un investissement dérivé avant d'effectuer ou de marquer votre accord pour effectuer toute transaction. Pour parvenir à une décision quant à la pertinence de toute transaction proposée, les clients doivent procéder à une révision indépendante et approfondie des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, comptables, économiques d'une telle opération et de ses répercussions en termes de crédit dans son contexte spécifique. Lehman Brothers Inc. agit en qualité d'agent de Lehman Brothers Special Financing.

Lehman Brothers Inc. et/ou ses sociétés affiliées peuvent faire d'un marché ou d'une affaire le point principal des valeurs mentionnées dans le présent document, des options ou de tout autre dérivé basés sur ceux-ci. En outre, Lehman Brothers Inc., ses sociétés affiliées, actionnaires, administrateurs, cadres et/ou employés, peuvent détenir à tout moment des positions achetées ou vendues dans ces valeurs ou dans des options, futures, ou autres instruments dérivés basés sur celles-ci. Un ou plusieurs administrateurs, cadres et/ou employés de Lehman Brothers Inc. ou de ses sociétés affiliées peuvent être administrateurs de l'émetteur des valeurs mobilières mentionnées dans le présent document. Lehman Brothers Inc. ou ses sociétés affiliées peuvent avoir agi comme manager ou co-manager d'une offre publique de valeurs pour un des émetteurs mentionnés dans le présent document au cours des trois dernières années. © 2006 Lehman Brothers Inc. Tous droits réservés. Membre de SIPC.