GCR
RATINGS

CRITÈRES RELATIFS AU CANEVAS DE NOTATION DE GCR

Table des matières

1. Introduction **3**

2. Champs d'application

3. Résumé des changements apportés aux critères

4. Canevas de notation de GCR **5**

4.1 Score de risque de GCR 5

4.2 Évaluateur de crédit d'ancrage et appréciation 5

4.3 Facteurs d'ajustement de la notation 8

5. Risque pays **9**

5.1 Introduction 9

5.2 Hypothèses relatives au risque pays 9

5.3 Établissement d'un score de risque pays 11

5.4 Obstacles dans le cadre de l'évaluation du risque pays 15

5.5 Exemple de l'appréciation du risque pays, des obstacles et du soutien 16

5.6 Soutien des pouvoirs publics 16

6. Classification au sein du groupe et soutien du groupe **19**

6.1 Introduction 19

6.2 Identification de l'approche analytique initiale 19

6.3 Classification en fonction de l'importance pour le groupe et soutien du groupe 21

6.4 Position de GCR en matière de bénéficiaires d'une garantie 23

6.5 Notation des filiales dont les parents sont plus faibles 23

6.6 Exemple d'application par CGR des critères de classification au sein du groupe et de soutien du groupe 24

7. Management et gouvernance **26**

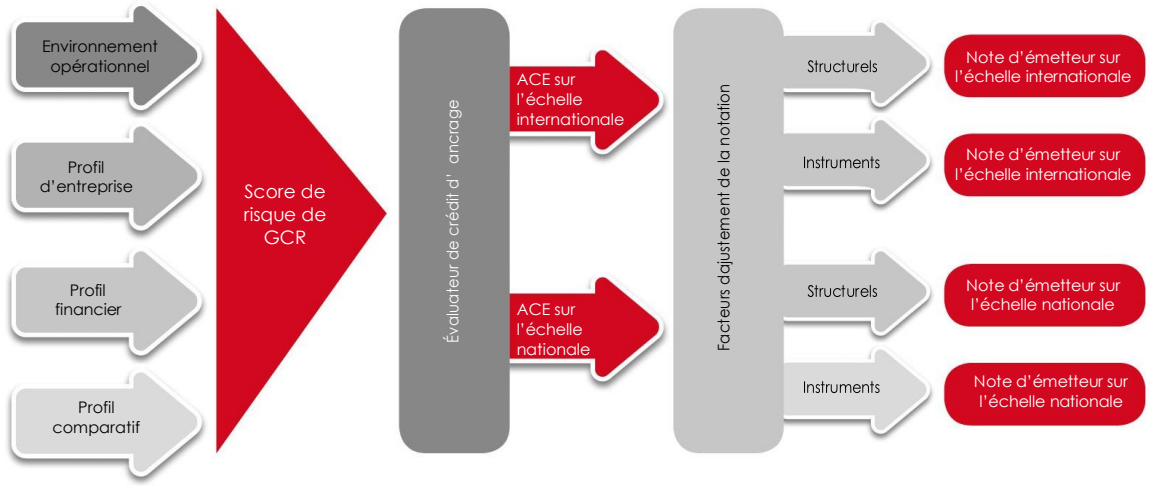
7.1 Introduction 26

7.2 Facteurs de management et de gouvernance 26

1. Introduction

1. Afin d'améliorer la comparabilité et la transparence des notations des émissions (émetteurs) de crédit, nous avons mis en place le canevas de notation de GCR (voir ci-dessous) comportant des scores publics des principales composantes de notation. L'objectif est d'offrir à chaque partie prenante (émetteur, investisseur, régulateur, contrepartie, etc.) la possibilité d'appréhender certains aspects de chacun des principaux éléments déterminants de notation et, en définitive, de savoir quels facteurs sont susceptibles de changer les notes dans l'avenir.
2. Dans cette optique, GCR a adopté quatre composantes clés de notation (environnement opérationnel, profil d'entreprise, profil financier et profil comparatif), chacune est subdivisée en deux ou trois facteurs déterminants qui reçoivent une note publique positive ou négative. La somme des notes détermine le Score de risque de GCR, qui est traduit grâce à l'Évaluateur de crédit d'ancrage de GCR en une ACE (Évaluation de crédit d'ancrage). Par la suite, ce canevas est utilisé pour établir des notations de crédit définitives à l'aide des facteurs d'ajustement.
3. La manière dont ces concepts interagissent les uns avec les autres pour aboutir à une notation de crédit de l'émission(émetteur) est illustrée en détail sur la figure 1 ci-dessous.

Figure 1 : Canevas de notation de GCR



2. Champs d'application

4. Le canevas de notation de GCR est un système de notation de crédit transparent et permettant des comparaisons. Il est applicable à la notation de tous les émetteurs(émissions) de crédit entrant dans les catégories des entreprises industrielles et commerciales, des institutions financières, des compagnies d'assurance et des émetteurs du secteur public. Les présents critères doivent être appréhendés conjointement avec les critères sectoriels qui fournissent des informations détaillées sur l'évaluation de chaque classe d'actifs.
5. Ce canevas ne peut pas être directement utilisé dans le cadre de la notation des financements structurés, les critères et la méthodologie les concernant sont accessibles en cliquant ici. Cependant, quelques éléments relatifs au risque-pays, aux critères de classification au sein d'un groupe et de soutien (garanties) du groupe peuvent s'appliquer à certains aspects de la notation des financements structurés.
6. GCR publiera périodiquement un *Supplément de juridiction* sur le site www.GCRratings.com, qui détaillera tous les aspects des notations de crédit relatives à des marchés ou à des juridictions spécifiques, afin d'expliciter toutes les divergences ou les singularités de marché, susceptibles de compromettre la comparabilité des notations de crédit assignées par GCR entre toutes les juridictions dans le cadre desquelles l'agence offre des services de notation.

3. Résumé des changements apportés aux critères

7. Le canevas de notation de GCR reflète une nouvelle approche de l'agence. Cependant, les changements en question sont en grande partie structurels et organisationnels, et privilégient davantage les références quantitatives et qualitatives pour orienter les notations. Dans leur large majorité, les principes de crédit sous-jacents restent inchangés à l'exception d'un petit nombre de concepts nouveaux ou mis à jour.
8. L'utilisation des critères universels étayés par une approche trans-sectorielle commune représente un concept nouveau. Les éléments constitutifs de ces critères, notamment le risque-pays, la classification au sein d'un groupe, ainsi que le management et la gouvernance, s'appliquent, en règle générale, dans le cadre du canevas et ont été inclus dans le présent document.
9. En revanche, la plupart des principes sous-jacents aux critères de notation des classes d'actifs de base (ceux qui concernent les institutions financières, les compagnies d'assurance ou les entreprises industrielles et commerciales) restent inchangés. Les modifications apportées aux critères spécifiques aux secteurs seront développées dans les nouvelles versions des critères sectoriels.
10. GCR considère que les changements les plus importants sont les suivants :
    I. Le canevas unifie l'approche analytique appliquée aux différentes classes d'actifs afin d'améliorer la transparence et la comparabilité des notations assignées par l'agence. Par exemple, désormais, chaque entité disposera d'une notation publique basée sur les composantes clés, ce qui permettra une comparaison trans-sectorielle et trans-juridictionnelle des pairs.
    II. Les tables de correspondance nationales/internationales de GCR ne dépendent plus des autres agences de notation et offrent une approche de notation simple et transparente.
    III. Du point de vue méthodologique, le nouveau canevas de l'agence a été inspiré par la philosophie selon laquelle la qualité de crédit d'une entité est déterminée par son environnement opérationnel, qui représente une combinaison de son risque-pays et de son risque sectoriel.
    IV. Les éléments constituant les critères de classification au sein d'un groupe et de soutien du groupe peuvent être utilisés pour identifier « l'entité analytique » notée. En outre, cette approche formalise et unifie, de façon trans-sectorielle, la méthodologie de soutien et expose la position de GCR en matière de bénéficiaires d'une garantie et d'actionnariat dans le cas des parents plus faibles que leurs filiales.
    V. L'agence a formalisé les éléments des critères qui explicitent les préoccupations et les impacts potentiels du management et de la gouvernance dans le cadre de la notation.
    VI. GCR a élaboré et standardisé une approche appliquée à la notation des instruments de dette de chaque classe d'actifs.
11. Les *Critères relatifs au canevas de notation de GCR* ont été publiés simultanément avec la nouvelle version des *Échelles de notation, symboles et définitions*, qui peut être consultée sur le site www.GCRratings.com. L'agence estime que dans le cadre des présents critères, les changements les plus importants sont les suivants :
    I. GCR a simplifié et amélioré ses définitions de notation.
    II. L'agence n'assigne plus de ratings de crédit en devises et en monnaie locale sur l'échelle internationale. GCR considère que ses notations sur l'échelle internationale reflètent la qualité de crédit d'une entité par rapport à ses homologues étrangers indépendamment de la monnaie.
    III. L'agence a introduit davantage de définitions portant sur « les notes de défaut imminent et de défaut », afin de mieux différencier les situations proches de défaut de celles de défaut manifeste.

4. Canevas de notation de GCR

12. Le canevas s'articule autour des trois nouveaux concepts de GCR : le score de risque, l'évaluateur de crédit d'ancrage et les facteurs d'ajustement de la notation. La manière dont ces concepts interagissent les uns avec les autres pour aboutir à une notation de l'émission(émetteur) de crédit est illustrée en détail sur la figure 1 ci-dessus.

4.1. Score de risque de GCR

13. Le canevas de notation de GCR est ancré sur un système de notation numérique, mais il n'a pas été conçu comme un modèle quantitatif. En effet, en utilisant un ensemble d'indicateurs et d'hypothèses qualitatifs et quantitatifs, l'agence attribue des scores aux quatre composantes clés analytiques, chacune étant formée d'une différente quantité de facteurs et de sous-facteurs (en fonction de la classe d'actifs).

14. Ces quatre composantes sont les suivantes :

1. Environnement opérationnel	2. Profil d'entreprise	3. Profil financier	4. Profil comparatif

15. Les quatre composantes mentionnées ci-dessus reçoivent des scores positifs, négatifs ou neutres au moyen d'application de méthodologies et d'hypothèses spécifiques utilisées pour évaluer les différents facteurs et sous-facteurs (qui varient en fonction du secteur).

16. La somme des scores des composantes génère le score de risque de GCR. Il sera compris entre zéro (0 : le plus faible) et quarante (40 : le plus fort). Plus le score est bas, plus le résultat de l'évaluation est faible.

17. Aucune composante, aucun facteur ou sous-facteur ne sont caractérisés par un niveau de pondération ou d'impact prédéfini dans le score de risque final assigné par GCR. Par conséquent, toute composante peut être déterminante pour le score final. Cependant, la somme potentielle des scores positifs ou négatifs varie effectivement suivant la classe d'actifs et le facteur, en fonction de l'opinion de GCR sur l'importance de ce dernier. Par exemple, dans tous les secteurs, les facteurs de liquidité font refléter dans les scores négatifs les plus bas le lien étroit entre un faible niveau de liquidité et le défaut de l'émetteur.

18. Les scores des composantes sont généralement rendus publics lors de la publication de la notation afin que l'utilisateur puisse déterminer les forces et les faiblesses spécifiques à une entité notée et la manière dont elles pourraient changer les notations des émetteurs et des émissions au fil du temps.

4.2. Évaluateur de crédit d'ancrage et appréciation

19. Après avoir dérivé le score de risque, GCR utilise généralement l'évaluateur de crédit d'ancrage (voir la figure 2 ci-dessous) pour assigner une ACE (évaluation de crédit d'ancrage) indiquée en lettres minuscules.

20. L'évaluateur de crédit d'ancrage représente une table de correspondance qui établit un lien entre le score de risque de GCR et les notations des émissions (émetteurs) de crédit assignées par l'agence. Il peut être utilisé comme suit : il convient de rechercher le score de risque de GCR (partie gauche du tableau), de trouver les colonnes appropriées contenant les notes attribuées sur l'échelle internationale et/ou nationale (partie haute du tableau) et de tracer une ligne reliant les deux points de référence. *Par exemple, le score de risque de GCR égal à 10 correspond à la note « b » sur l'échelle internationale et à la note "bb/bb-" sur l'échelle nationale dans la colonne « 8,5-9 ».*

21. Ces notes en lettres minuscules sont des ACE. Une ACE n'est pas une notation d'un émetteur de crédit. Cependant, c'est un lien important entre le score de risque de GCR et les échelles de notation

internationale/nationales. Par conséquent, l'ACE apparait en lettres minuscules pour démontrer son lien avec les notations des émissions (émetteurs) de crédit.

22. Une différence essentielle entre les notations des émissions (émetteurs) de crédit et les ACE se révèle dans le fait que les premières ne peuvent être attribuées qu'à des entités juridiques/aux obligations de celles-ci. À l'inverse, une ACE est généralement assignée à une « entité analytique » théorique, qui est souvent représentée par le groupe consolidé le plus proche d'une entité juridique. Cette approche reflète l'opinion de GCR selon laquelle la qualité de crédit d'une entité ou d'une obligation est souvent fondée sur, ou soutenue par, les avantages financiers et organisationnels du groupe ou du parent constituant son entourage immédiat (hors cadre de notation des financements structurés). Il convient de signaler que si, dans certains cas, « l'entité analytique » est représentée par un groupe consolidé dans son ensemble, elle peut également faire partie d'un groupe consolidé ou même être une personne morale autonome. Par ailleurs, il est possible qu'un certain nombre de notations des entités juridiques soient attribuées ou couvertes par une seule ACE. *L'entité juridique/obligation d'une telle entité à laquelle une notation d'une émission (d'un émetteur) de crédit a été ou sera attribuée, est appelée « l'entité notée/obligation notée ».*

Figure 2: ÉVALUATEUR DE CRÉDIT D'ANCRAGE DE GCR

Score de risque pays		9,5-10	9-9,5	8,5-9	8-8,5	7,5-8	7-7,5	6,5-7	6-6,5	5,5-6	5-5,5	4,5-5	4-4,5	3,5-4	3-3,5	2,5-3	2-2,5	1-2	0-1
Score notation	ISR GCR	NOTATION DE GCR SUR L'ÉCHELLE NATIONALE																	
40																			
39	aaa																		
38																			
37	aa+																		
36																			
35	aa																		
34																			
33	aa-																		
32																			
31	a+																		
30																			
29	a																		
28																			
27	a-																		
26																			
25	bbb+																		
24																			
23	bbb	aaa																	
22		aa+	aaa																
21	bbb-	aa	aa+	aaa															
20		aa-	aa	aa+	aaa														
19	bb+	a+	aa-	aa	aa+	aaa													
18		a	a+	aa-	aa	aa+	aaa												
17	bb	a-	a	a+	aa-	aa	aa+	aaa											
16		bbb+	a-	a	a+	aa-	aa	aa+	aaa										
15	bb-	bbb	bbb+	a-	a	a+	aa-	aa	aa+	aaa									
14		bbb-	bbb	bbb+	a-	a	a+	aa-	aa	aa+	aaa								
13	b+	bb+	bbb-	bbb	bbb+	a-	a	a+	aa-	aa	aa+	aaa							
12		bb	bb+	bbb-	bbb	bbb+	a-	a	a+	aa-	aa	aa+	aaa						
11	b	bb-	bb	bb+	bbb-	bbb	bbb+	a-	a	a+	aa-	aa	aa+	aaa					
10		b+,b	bb-, b+	bb,bb-	bb+,bb	bbb-, bb+	bbb,bbb-	bbb+,bbb	a-,bbb+	a,a-	a+,a	aa-, a+	aa, aa-	aa+	aaa				
9	b-	b-	b-, b	b+,b	bb-, b+	bb,bb-	bb+,bb	bbb-, bb+	bbb,bbb-	bbb+,bbb	a-, bbb+	a,a-	a+,a	aa, aa-	aa+,aa	aaa			
8				b-	b, b-	b+,b	bb-,b+	bb,bb-	bb+,bb	bbb-, bb+	bbb,bbb-	bbb+,bbb	a-,bbb+	a+,a	aa-,a+	aa+,aa	aaa		
7	ccc+	ccc+	ccc+	ccc+	ccc+	b-	b, b-	b+,b	bb-, b+	bb,bb-	bb+,bb	bbb-, bb+	bbb,bbb-	a-,bbb+	a,a-	aa-,a+	aa+,aa	aaa	
6						ccc+	ccc+	b-	b, b-	b+,b	bb-, b+	bb,bb-	bb+,bb	bbb,bbb-	bbb+,bbb	a,a-	aa-,a+	aa+,aa	aaa
5								ccc+	ccc+	b-	b, b-	b+,b	bb-, b+	bb+,bb	bbb-, bb+	bbb+,bbb	a,a-	aa-,a+	aa+,aa
4	ccc	ccc	ccc	ccc	ccc	ccc	ccc	ccc	ccc	ccc+	ccc+	b-	b, b-	bb-, b+	bb,bb-	bbb-, bb+	bbb+,bbb,bbb-	a,a-	aa-,a+,a
3												ccc+	ccc+	b, b-	b+,b,b-	bb,bb-	bb+,bb,bb-	bbb+,bbb,bbb-	a-, bbb+, bbb
2										ccc	ccc			ccc+	ccc+	b+,b,b-	b+,b,b-	bb+,bb,bb-	bbb-,bb+,bb
1	ccc-	ccc-	ccc-	ccc-	ccc-	ccc-	ccc-	ccc-	ccc-			ccc	ccc	ccc	ccc	ccc+	ccc+	b+,b,b-	bb-,b+,b
0										ccc-	ccc-	ccc-	ccc-	ccc-	ccc-	ccc, ccc-	ccc, ccc-	ccc+,ccc ,ccc-	b-,ccc+,ccc ,ccc-

23. Le rôle principal de l'évaluateur de crédit d'ancrage est de démontrer, de manière transparente, le lien entre un score de risque de GCR et une ACE. En outre, il a également trois autres fonctions importantes.

24. Avant tout, il rend possible la séparation entre les notations sur les échelles nationale et internationale sans subordination d'une échelle par rapport à l'autre. Cela permet de différencier les notations en fonction des facteurs organisationnels et des facteurs de hiérarchie des créanciers en se basant aussi bien sur l'échelle de notation nationale que sur l'échelle internationale, ce qui assure une représentation plus précise du risque relatif.

25. En deuxième lieu, l'évaluateur de crédit d'ancrage permet de signaler un changement des conditions déterminant le risque pays dans les notations sur l'échelle internationale, mais pas (nécessairement) dans les notations sur l'échelle nationale. Ceci a été réalisé en liant les tableaux de notation sur l'échelle nationale (de 1 à 10 uniquement) au score de risque pays d'une juridiction donnée. En règle générale, lorsqu'un score de risque pays change, GCR effectue une modification parallèle dans la table de correspondance de la juridiction considérée. Par exemple, une amélioration du score de risque du pays « x » pourrait conduire à la transition de la colonne « 6,5-7 » vers la colonne « 6-6,5 ». Simultanément, toutes les entités opérant en « x » pourraient voir leur score de risque de GCR sous-jacent amélioré, toutes choses égales par ailleurs. Cela pourrait conduire à une amélioration du rating sur l'échelle internationale, mais pas au changement des notes sur l'échelle nationale, car une modification dans la table de correspondance s'effectue conjointement. Un tel état des choses est important car les notations sur l'échelle nationale sont appelées à neutraliser, dans une certaine mesure, le risque-pays et le risque souverain. Par ailleurs, GCR considère qu'il est essentiel que le score de risque puisse néanmoins signaler un changement fondamental des conditions d'exploitation.

26. Le dernier avantage de l'évaluateur de crédit d'ancrage est une meilleure différenciation des notes appartenant à des catégories inférieures par rapport aux échelles traditionnellement utilisées par les agences de notation. Étant avant tout une agence de notation dédiée aux marchés émergents, GCR estime que cette différenciation des notes appartenant aux catégories inférieures est une exigence primordiale des utilisateurs de ses notations.

4.3. Facteurs d'ajustement de la notation

27. Après avoir établi l'ACE de « l'entité analytique », GCR peut procéder à l'application des facteurs d'ajustement final sur la base d'une échelle de notation pour terminer le(les) rating(s) de « l'entité notée ».

28. Sur la base d'une échelle de notation (en partant de l'ACE) en tenant compte des aspects structurels, organisationnels et réglementaires, des modifications sont apportées aux notations des émetteurs de crédit par application des facteurs d'ajustement. GCR procède à ces ajustements en prenant pour base une échelle de notation et non le score de risque, afin de concrétiser sa perception de la hiérarchie de crédit la plus « correcte » dans le cadre d'un groupe. Les ajustements sont généralement détaillés dans la méthodologie sectorielle ou dans la méthodologie de classification au sein du groupe et de soutien du groupe (page 19).

29. De façon similaire, GCR procède également à l'ajustement des instruments de notation des émissions sur la base d'une échelle de notation, en tenant compte de la subordination contractuelle/statutaire ou des caractéristiques de défaut des obligations. Il est important de noter qu'en règle générale, la note de l'émetteur de crédit est censée refléter la solidité de ses obligations senior non sécurisées.

30. GCR a élaboré une approche standardisée pour la notation des titres de créance de chaque classe d'actifs. Sa description détaillée sera présentée dans les critères sectoriels correspondant aux classes d'actifs.

5. Risque-pays

5.1. Introduction

31. Le concept du canevas de notation proposé par GCR trouve ses racines dans l'idée de l'agence selon laquelle l'environnement opérationnel d'une entité détermine sa qualité de crédit. GCR estime que l'environnement opérationnel d'une entité correspond au risque pays de la ou des juridictions dans laquelle(lesquelles) elle opère, ainsi qu'à la dynamique sectorielle spécifique. Pour les critères sectoriels, veuillez consulter les *Critères de notation des institutions financières, entreprises d'assurance ou entreprises industrielles et commerciales*.

32. Il existe quatre domaines où l'évaluation du risque-pays interagit avec les notations de GCR. Premièrement, les scores de risque-pays constituent la base pour l'évaluateur de crédit d'ancrage (la table de correspondance, voir ci-dessus). Deuxièmement, le score/l'évaluation du risque-pays sert de point d'ancrage au score de risque de GCR et par conséquent, en définitive, aux notations des émetteurs assignées par l'agence. Troisièmement, l'évaluation du risque-pays agit comme un obstacle (ou plus précisément comme une série d'obstacles, différents en fonction du secteur) qui limite l'éloignement de l'environnement opérationnel de l'entité (la combinaison du score de risque-pays et du score de risque du secteur financier). Quatrièmement, le score de risque-pays (en tant qu'élément clé du score de l'environnement opérationnel) établit un niveau à partir duquel le soutien des pouvoirs publics peut s'appliquer à chaque branche d'industrie.

5.2. Hypothèses relatives au risque-pays

33. L'évaluation du risque-pays repose sur l'hypothèse selon laquelle plus le risque-pays est élevé (reflétant un score bas) dans le cas de toute entité juridique, plus le risque de stress opérationnel (fréquence et gravité) est important. Ce postulat s'appuie sur les éléments suivants :

34. Les économies émergentes font défaut plus fréquemment et sont souvent plus cycliques que les marchés développés. Presque tous les pays, durant la phase d'émergence, ont fait défaut sur leur dette extérieure et/ou intérieure au moins une fois et dans de nombreux cas plusieurs fois.[1] Cet état de fait peut être illustré par le piètre bilan des obligations souveraines africaines. Maurice est le seul pays d'Afrique à n'avoir jamais fait défaut ni restructuré sa dette. Depuis l'indépendance, plusieurs États africains ont passé un peu moins de 50 % du temps en situation de défaut. Cependant, l'Afrique est loin d'être l'exemple unique à cet égard. En effet, les économies à faible richesse et à forte croissance sont généralement plus exposées à des épisodes de forte inflation ou d'hyperinflation, leurs taux de change se révèlent moins stables et les cycles de crédit plus courts et plus marqués. Pour identifier et évaluer une économie au stade de développement GCR se sert de deux facteurs qui reposent principalement sur la prospérité et sur la stabilité de sa population. Premièrement, l'agence utilise le PIB par habitant pour évaluer la richesse de la population d'un pays. Deuxièmement, GCR a recours à un score combiné de solidité institutionnelle (voir *Évaluation des institutions* ci-dessous) pour apprécier les aspects caractérisant le développement les moins palpables tels que la gouvernance, la compétitivité, la maîtrise de la corruption, l'État de droit et la stabilité politique. Par conséquent, du fait de l'application des critères, les entités opérant dans un pays caractérisé par des niveaux de richesse bas et des notes de gouvernance faibles (par exemple) partiront d'un score de risque de crédit de GCR relativement faible (le plus mauvais).

[1] *Cette fois c'est différent. Huit siècles de folie financière,* Reinhart et Rogoff

35. GCR associe une croissance économique durable à long terme caractérisée par un rythme soutenu à un meilleur score de risque-pays. En conséquence, l'agence peut procéder à des ajustements positifs du score de risque-pays en cas de taux de croissance élevés du PIB réel par habitant. Cependant, si la croissance économique est principalement alimentée par la dette du secteur privé ou public ou par d'autres éléments qui compromettent le caractère durable de la croissance (et/ou augmentent la cyclicité), GCR peut procéder à un équilibrage par des ajustements négatifs.
36. En règle générale, l'agence considère que les effets de levier élevés, tant dans le cas du secteur public que privé, sont corrélés à un risque-pays faible. En conséquence, GCR surveille attentivement le rapport entre la dette des administrations centrales et publiques (notamment leurs passifs éventuels) et les recettes dans le score de risque pays, tandis que le risque d'endettement du secteur privé est pris en compte dans le score de risque du secteur financier.
37. Le cycle des matières premières joue souvent un rôle important dans le risque-pays. Les recettes d'exportation liées aux produits primaires peuvent représenter un avantage si les revenus associés sont transformés en moyens de production et si les recettes des pouvoirs publics n'en dépendent pas d'une manière excessive. D'un autre côté, si le pays profite des conditions commerciales favorables créées par la cherté des matières premières pour augmenter le volume de ses emprunts ou si cela provoque une dollarisation significative ou une importante concentration industrielle, cet état des choses peut faire accroître les risques de façon substantielle.
38. Les flux financiers et les cycles des affaires à l'échelle mondiale influent sur le risque-pays. Le danger est dans le fait que les emprunteurs présument de leurs capacités financières aux moments propices (i.e. ils empruntent lorsque la dette est bon marché et accessible) et ont du mal à se refinancer lorsque la conjoncture change. Aussi GCR prend-elle en considération les vulnérabilités externes, notamment la dynamique de la dette (i.e. le pourcentage de la dette extérieure et/ou de la dette en devises fortes par rapport à la dette totale, plus les risques de refinancement), les conditions des échanges commerciaux et la balance des paiements. L'agence estime également que les économies de grande taille et caractérisées par une diversification sont généralement plus stables tout au long des cycles économiques et des cycles des affaires.
39. En outre, GCR analyse la vulnérabilité liée au fait qu'un stress industriel à l'échelle mondiale peut être à l'origine, dans n'importe quel secteur d'un pays, d'un impact idiosyncratique qui se répercute sur le reste de l'économie. Une bonne illustration de ce risque est l'impact de la crise financière mondiale dont les répercussions massives ont provoqué le défaut de paiement partout dans le monde, touchant aussi bien certains secteurs que l'ensemble de l'industrie. Par conséquent, alors que le risque du système financier est un facteur majeur du risque pays, tout comme les bulles de prix d'actifs (prix de l'immobilier, du crédit ou des actions) qui l'accompagnent, GCR opte pour la prise en compte de ces risques principalement au niveau des critères sectoriels car les branches d'industrie en sont affectées diversement.
40. Pour conclure, l'agence estime que le risque souverain peut être à la fois signal et cause du risqu- pays. Un lien irréfutable semble exister entre les deux risques, ce qui a été pris en compte dans les critères de notation. Cependant, GCR fait remarquer également qu'un défaut souverain ne signifie pas forcément que chaque entité du pays fera défaut à son tour. Certaines branches d'industrie sont plus vulnérables face à la crise de la dette souveraine que d'autres. Aussi l'agence a-t-elle élaboré des obstacles (différents en fonction du secteur) que les entités notées doivent surmonter afin de se déconnecter de leur environnement opérationnel. Cela dit, un unificateur univoque du risque souverain et du risque pays semble exister sous la forme d'événements géopolitiques négatifs (guerre, terrorisme, épidémie, famine et grave instabilité politique). Tout au long de l'histoire, les périodes et les cas de défaut les plus importants ont souvent été enregistrés juste après ou pendant de tels événements. Cette observation a également été prise en compte dans les critères.

5.3. Établissement d'un score de risque-pays

41. Premièrement, le score de risque pays reflète ce que GCR considère comme les éléments fondamentaux du risque-pays structurel, i.e. l'éventail des risques liés à l'investissement dans un pays donné. Il s'agit notamment de la stabilité sociale et politique, de la puissance économique et de la solidité des pratiques de gouvernance dans le cadre d'une seule juridiction souveraine. L'agence a adopté un ensemble de repères économiques et institutionnels publics, affinés par des ajustements, pour constituer le point de départ de l'évaluation du risque-pays.

42. En deuxième lieu, GCR continue l'évaluation en appliquant des éléments de stress et/ou de risque souverain, i.e. de risque de défaut d'un État sur ses obligations en matière de dette. En ce qui concerne ce dernier risque, l'agence prend en considération les événements géopolitiques et les risques tels que le risque de change et le risque inflationniste de l'environnement national qui n'ont pas pu être traduits dans le score initial, car ils sont plus volatiles que structurels. En règle générale, ceux-ci peuvent être considérés comme des ajustements négatifs du score initial, néanmoins, lorsque la puissance souveraine est manifeste, cela peut améliorer le score de risque pays, GCR en tiendra compte dans les notations.

43. La combinaison des notes forme le score/l'évaluation du risque-pays. Des éléments tels que le risque lié aux prix des actifs et le système financier sont généralement pris en compte dans les critères applicables aux institutions financières et agissent sur les notations comme un obstacle.

44. L'objectif de GCR est de publier le score de risque-pays final pour chaque juridiction dans ses rapports individuels, régionaux ou mondiaux, au moins une fois par an.

Étape 1 : Score de risque-pays structurel

- *Note de solidité économique*

45. Alors que le produit intérieur brut (PIB) est la mesure de la puissance économique d'un pays la plus couramment utilisée, l'agence estime que ce paramètre est plus utile en tant que baromètre du statut, du pouvoir politique et de la vulnérabilité aux chocs externes ou idiosyncratiques que l'indicateur des risques auxquels sont confrontées les institutions de ce pays. En revanche, l'analyse du risque pays de GCR s'articule autour du PIB par habitant (et de sa croissance), car il constitue une meilleure mesure de la santé et de la solidité financières d'une population donnée face à une crise. Par exemple, des niveaux de richesse plus élevés engendrent plus d'impôts, plus d'opportunités pour les entreprises tant en matière d'investissement qu'en ce qui concerne le marché potentiel. Le résultat peut être faussé dans le cas des pays fortement dépendants des produits primaires, ou dont le coefficient de Gini témoigne d'une disparité de richesse significative, ce qui pèse sur les agendas sociaux et politiques.

46. Par conséquent, GCR utilise le paramètre suivant en tant que point de départ :

PIB par habitant (USD), sur une échelle de un (1 : niveau le plus faible) à dix (10 : niveau le plus fort).

Tableau 1 : Scores du PIB par habitant

PIB par habitant (USD)	Supérieur à 40 000	De 30 000 à 40 000	De 25 000 à 30 000	De 20 000 à 25 000	De 15 000 à 20 000	De 10 000 à 15 000	De 5 000 à 10 000	De 2 500 à 5 000	De 1 000 à 2 500	<1 000
Score	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1

47. Ensuite, GCR procède aux ajustements du score initial, si elle présume que le risque a été surévalué ou sous-

évalué dans le score de PIB par habitant :

a) Positif/Négatif (+2, 0, -2) : si GCR estime que la croissance du PIB réel par habitant sera forte et durable (i.e. ne s'accompagnera pas de bulles de crédit (secteur souverain et privé) ou de prix d'actifs) pendant la période considérée, elle peut relever le point de départ. À l'inverse, si la croissance est lente ou négative ou si l'indice de Gini est élevé et exerce une pression supplémentaire sur les secteurs public et privé, l'agence peut abaisser le point de départ.
b) Positif/Négatif (+1, 0, -1) : si les mouvements des taux de change ont modifié la fourchette de manière insoutenable.
c) Négatif/Neutre (0, -1) : important niveau de concentration concernant les produits primaires/l'industrie.

➢ *Évaluation des institutions*

48. Après avoir évalué les niveaux de richesse d'un pays, GCR continue l'analyse en soumettant les institutions à un examen (sur une échelle de 1 à 5) basé sur la moyenne pondérée des deux indicateurs publics. GCR procède ainsi pour exprimer une opinion sur la manière dont les risques politiques, les facteurs de gouvernance et le climat des affaires rendent une économie plus ou moins sensible aux chocs.

49. Premièrement, GCR analyse les indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale (WBGI ; pondération de 25 %). Pour ce faire, l'agence prend le score moyen de l'efficacité des pouvoirs publics, de la qualité de la réglementation, de l'État de droit, de la voix citoyenne et responsabilité, de la politique et de la stabilité, ainsi que de la maîtrise de la corruption, puis procède au classement comme suit :

Tableau 2 : Indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale

Indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale	Score
Supérieur à 1	5
Entre 0,5 et 1	4
Entre -0,5 et 0,5	3
Entre -1 et -0.5	2
< -1	1

50. Les WBGI sont une compilation de perceptions, provenant d'un groupe très diversifié de répondants, qui comparent les systèmes de gouvernance en place dans 200 pays. Malgré quelques critiques concernant la partialité, la comparabilité et la transparence que ces indicateurs ont soulevées, GCR considère qu'ils continuent à offrir une opinion indépendante de poids en matière de gouvernance.

51. Deuxièmement, l'agence classe l'économie en fonction des scores attribués suivant l'indice mondial de compétitivité (GCI 4.0) du Forum économique mondial (pondération de 75 %). Cet indice mesure la compétitivité nationale, définie comme l'ensemble des institutions, des politiques et des facteurs déterminant le niveau de productivité.[2]

[2] Forum économique mondial

52. GCR attribue les notes comme suit :

Tableau 3 : Indice mondial de compétitivité du Forum économique mondial	
WBGI (en points de base)	Score
80-100	5
60-80	4
40-60	3
20-40	2
0-20	1

Étape 2 : Stress idiosyncratique et risques ou puissance souverains

53. GCR ajuste le score de risque-pays structurel en cas de restrictions budgétaires de l'État, de vulnérabilités externes, de flexibilité limitée en matière de politique monétaire ou d'événements géopolitiques susceptibles d'augmenter le risque de choc qui concernent l'entité notée. L'agence peut également procéder à des ajustements positifs si la taille de l'économie du pays considéré et sa diversification en font manifestement un cas isolé au niveau régional ou mondial, ou dans le cas où les pouvoirs publics d'un pays profitent d'une situation budgétaire et/ou extérieure exceptionnellement forte pouvant être utilisée pour revitaliser l'économie, si besoin et au moment opportun.

54. GCR peut décider de ne pas faire refléter de tels risques ou d'en réduire l'impact, si le score de risque-pays structurel est déjà d'un niveau très bas ou très élevé. En règle générale, nous apportons des modifications par incréments de 50 points de base seulement. Bien que nous ne le fassions pas pour le score exact des ajustements, nous publions les informations relatives à l'ajustement total final que nous avons effectué.

55. Nous pouvons procéder à des ajustements en ce qui concerne les facteurs suivants :

a) Dans les situations où l'État fait défaut sur sa propre dette en devises ou en monnaie locale ou a gelé les dépôts de fonds sur les comptes bancaires ou le pays connaît une hyper-inflation prolongée, le score de risque pays sera généralement plafonné à un niveau ne pouvant dépasser « un ».

b) **Budgétaire** (de -10 à +2 : +2 étant le meilleur niveau, en fonction du score initial et de l'impact attendu). Si GCR considère que l'État freine le financement public (en ce qui concerne la croissance, le paiement de la dette ou des intérêts), ce qui pourrait se répercuter sur le secteur privé, nous pouvons opter pour un score négatif. À l'inverse, si la situation budgétaire de l'État est solide, notamment si la génération de recettes est fiable, nous pouvons procéder à des ajustements positifs.

c) **Géopolitique** (de -10 à 0 : 0 étant le meilleur niveau, en fonction du score initial et de l'impact attendu). GCR prend en considération les événements géopolitiques (guerre, terrorisme ou bouleversements politiques ou les risques de contagion (par exemple, l'exposition du système financier au niveau transfrontalier).

d) **Situation extérieure** (de -10 à +2 : +2 étant le meilleur niveau, en fonction du score initial et de l'impact attendu). En fonction de la nature des risques externes, en mesurant la pression sur le taux de change intérieur ou la couverture de la dette par les réserves (réserves internationales brutes en mois d'importations), GCR peut également abaisser le score initial. À l'inverse, s'il s'agit d'un pays-foyer de monnaie de réserve mondiale, nous pouvons procéder à des ajustements positifs du score.

e) **Politique monétaire** (de -5 à 1 ; 1 étant le meilleur niveau, en fonction du score initial et de l'impact

attendu). Si la politique monétaire de l'État manque de flexibilité en raison d'une forte dollarisation ou de l'arrimage à une monnaie ou si les pouvoirs publics (via la Banque centrale) ont une maîtrise limitée de l'inflation ou n'ont pas la capacité de modifier les taux d'intérêt ou de dévaluer la monnaie, GCR estime que cet état de fait peut réduire le niveau de résilience du secteur privé aux chocs extérieurs ou intérieurs. En revanche, nous pouvons procéder à des ajustements positifs du score si les cycles économiques ou les chocs externes peuvent potentiellement être amortis par une politique monétaire flexible.

f) **Taille et diversification** (de -5 à +2 : +2 étant le meilleur niveau). Le pays considéré est un cas positif isolé au niveau régional ou mondial en ce qui concerne sa puissance géopolitique, la diversification et/ou la taille de son économie. GCR peut procéder à des ajustements négatifs du score si le pays est très petit et dépendant en ce qui concerne ses avantages économiques d'un autre État plus faible.

Étape 3 : Finalisation de l'évaluation du risque pays

56. GCR finalise l'évaluation du score de risque pays d'une entité en combinant la note de solidité économique, la moyenne pondérée des classements en matière de gouvernance et les ajustements. Lorsqu'une entité ou un groupe opère dans plusieurs juridictions, l'agence peut opter pour une combinaison de notes en ventilant les recettes, les prêts, les primes ou les actifs (en fonction de la classe d'actifs), pour élaborer un score mixte de risque pays de l'entité, si elle juge substantiel le niveau de diversification et dispose d'informations suffisantes. Si le score n'est pas un nombre entier, GCR peut l'arrondir au nombre entier le plus proche, à la discrétion des analystes.

5.4. Obstacles dans le cadre de l'évaluation du risque-pays

57. En règle générale, une situation de stress économique grave peut être caractérisée par une ou plusieurs périodes de forte inflation ou d'hyperinflation, une contraction économique massive, une dépréciation violente des taux de change, une baisse significative des prix des actifs (actions et immobilier), la restriction du crédit, un chômage accru, des pertes sur crédits bancaires amplifiées et, en fin de compte, par des défauts de paiement des émetteurs (notamment des émetteurs souverains).

58. GCR considère que le meilleur baromètre de l'accumulation de tels risques est la santé du système financier national, car les banques (en particulier) peuvent être sensibles à ces risques, voire en être la cause. Par exemple, souvent, les banques sont les plus grandes détentrices de la dette intérieure de l'État souverain (donc très exposées au défaut souverain). Elles sont indicatrices également, à travers leurs bilans, de l'impact de la dépréciation de la monnaie et de la forte inflation/hyper-inflation. Par ailleurs, les portefeuilles de prêts nationaux du secteur bancaire peuvent révéler beaucoup de choses sur les concentrations économiques et sur le service de la dette du secteur privé avant même que les tensions ne soient manifestes. Ce qui est plus important encore, en définitive, les banques sont, en règle générale, les garantes des paiements et des transferts. Elles sont le moteur de la transformation de la monnaie et de la liquidité monétaire de l'économie, par conséquent, un défaut de paiement à grande échelle et un moratoire sur les paiements dans le secteur bancaire peuvent avoir un impact le plus significatif sur l'ensemble de l'économie. Pour ces raisons, par exemple, les États ont une longue tradition de renflouement des banques du secteur privé au détriment de leur propre solvabilité et, en fin de compte, du contribuable.

59. Aussi les critères de GCR permettent-ils uniquement aux entités démontrant des fondamentaux de crédit extrêmement solides (notamment le soutien du groupe) et une diversification géographique suffisante d'obtenir un score de risque bien supérieur à la note combinée de risque pays et de risque du système financier (appelée le score de risque lié à l'environnement opérationnel financier) du ou des sites principaux de l'entité.

60. Étant donné que les tensions affectant l'économie d'un pays et son secteur bancaire peuvent avoir un impact différent sur différentes branches d'industrie, ces tolérances varient en fonction du secteur sous-jacent de l'entité. Les entités supranationales ne rentrent pas dans le champ d'application de cette section relative à l'évaluation du risque pays.

Tableau 4 : Obstacles dans le cadre de l'évaluation du risque pays

Secteurs	Conditions d'obtention d'un score de risque supérieur à 1 fois le score de risque pays du principal pays d'exercice au-dessus du score de l'environnement opérationnel financier, dans le cas de toute juridiction*
Banques, autres que banques, IHC (holding d'investissement), entreprises de (ré)assurance vie, SIIC (sociétés d'investissement immobilier cotées), CRE (immobilier commercial)	Typiquement, plus de 66 % de l'EBITDA ou des actifs ou des primes de l'entité ou du groupe sont en dehors de la juridiction considérée.
Entreprises de (ré)assurance à court terme, entreprises non financières	Typiquement, plus de 50 % de l'EBITDA ou des actifs ou des primes de l'entité ou du groupe sont en dehors de la juridiction considérée.

* Dans le cas des entités dont le principal pays d'exercice est caractérisé par un score de risque inférieur à 5, la note « 5 » sera généralement utilisée comme intrant au score de risque pays pour le calcul tenant compte des obstacles. Des ajustements supplémentaires peuvent être faits en ce qui concerne les entités dont le principal pays d'exercice est caractérisé par un score de risque inférieur à 2.

5.5. Exemple de l'appréciation du risque pays, des obstacles et du soutien

61. *Exemple. Soit une entité notée ayant des activités dans trois juridictions. Elle est domiciliée et exerce ses activités principales dans le pays A, un pays relativement riche souffrant d'une croissance très faible, doté d'un système de gouvernance supérieur à la moyenne pour la région. Par ailleurs, elle réalise des opérations dans le pays B (niveau de richesse faible mais un système de gouvernance dans la moyenne, bénéficiant du cycle des matières premières) et dans le pays C (niveau de richesse faible et le système de gouvernance déficient).*

62. *Ci-dessous un exemple de la combinaison EBITDA/portefeuille de prêts/primes/actifs choisie par GCR pour établir le score de risque pays :*

Tableau 5 : Exemple de l'évaluation du risque pays | Répartition de l'exposition en cas de défaut concernant le groupe

Pays	PIB par habitant (k$ US)	Score initial	Indicateur de gouvernance de la BM	Score	Indice de compétitivité du FEM	Score	Moyenne pondérée	Ajustements	Pondération*	Score final
A)	10-15	5	>1	5	>4.5	5	5	-1	55 %	4,95
B)	5-10	4	0,5-1	4	3,5-4	3	3,25		25 %	1,81
C)	2,5-5	3	<-1	1	<3	1	1		20 %	0,80
D)							0			0,00
Total									**100 %**	**7,56**

63. Étant donné que plus de 55 % de l'EBITDA de l'entité concernent le pays A, son score de risque sera généralement plafonné à 9 (1 fois le score de risque pays) au-dessus de la note combinée de risque pays et de risque du secteur financier (score reflétant le risque lié à l'environnement opérationnel financier) de la juridiction considérée. Par exemple, si le risque du secteur financier était de 8, alors le score de risque maximal serait de 26 (9 + 9 + 8) si les atouts intrinsèques de l'entité le permettaient.

64. En supposant que l'entité soit éligible au soutien des pouvoirs publics (voir la section 5.6 ci-dessous), elle pourrait être aidée à concurrence du niveau correspondant à la combinaison du risque pays (9 ci-dessus) et du risque sectoriel (7, valeur hypothétique) de son pays hôte. En l'occurrence, elle pourrait être soutenue jusqu'au niveau correspondant au score de risque de 16.

5.6. Soutien des pouvoirs publics

65. Les entités qui assurent un service public essentiel ou ont un rôle d'infrastructure (comme l'approvisionnement en eau ou en électricité) bénéficient généralement d'un soutien continu. De telles entreprises peuvent se voir attribuer par les pouvoirs publics une aide budgétaire permanente, des avantages fiscaux ou des garanties financières pour assurer la poursuite de leur mandat social/économique élargi. GCR ne prend pas en considération un tel support que dans le cadre de l'analyse fondamentale de l'entité. Par exemple, en relevant le score de la composante du profil d'entreprise en raison de la position protégée de l'entité sur le marché ou en reconnaissant l'implication des pouvoirs publics compte tenu du coût supérieur des fonds et de l'accès au marché. Toutefois, GCR estime qu'en définitive le soutien continu doit être tangible. Si une entreprise joue un rôle essentiel, les pouvoirs publics ou les autorités de règlementation doivent s'assurer qu'elle maintient l'effet de levier à des niveaux adéquats par rapport à l'EBITDA et aux flux de trésorerie générés (par exemple). Dans le cas contraire, si l'entité n'est pas capable ou mandatée de générer suffisamment de fonds propres en interne, des augmentations de capital régulières, planifiées et fiables devraient avoir lieu. Tous les éléments mentionnés ci-dessus peuvent être pris

en considération dans le cadre de l'analyse fondamentale prospective de GCR concernant une entité donnée. L'agence estime que tout engagement moindre démontre le manque de volonté ou de capacité des pouvoirs publics en matière de soutien continu.

66. GCR reconnaît également que le soutien des pouvoirs publics peut être apporté dans des situations extraordinaires, en particulier pendant les épisodes de stress idiosyncrasique. Par exemple, si une institution financière en difficulté est considérée d'importance systémique élevée, les pouvoirs publics de son pays peuvent fournir un support direct en procédant aux injections de liquidité ou de fonds propres, ainsi qu'en achetant/assurant des actifs risqués afin de limiter l'impact sur l'ensemble du système financier et de protéger les déposants. Ces mesures anticipées pourraient conduire à un renforcement des caractéristiques de crédit intrinsèque de la banque, en particulier en période de tension, qui n'ont pas encore été prises en compte dans le bilan en raison des incertitudes relatives à la nature et au calendrier de soutien.

67. En conséquence, GCR a mis en place un niveau de soutien des pouvoirs publics pour toutes les entités dans le cas desquelles, suivant l'opinion de l'agence, un tel soutien extraordinaire est probable. GCR estime que ce niveau correspond au score de l'environnement opérationnel (i.e. à la note combinée de risque pays et de risque sectoriel) de l'entité considérée. Le niveau ne commence à contribuer au score de risque total de GCR que lorsque la qualité de crédit de l'entité est inférieure à celle du score implicite de l'environnement opérationnel. Par exemple, si dans le cas de l'émetteur A, le score de risque total est de 8 et le score reflétant le risque lié à l'environnement opérationnel est de 11, GCR pourrait relever le score final à concurrence de 3 points, s'il y a des raisons justifiant la prise en considération du support des pouvoirs publics (i.e. les pouvoirs publics sont en mesure d'apporter leur soutien et l'entité y est éligible).

68. Seules les entités opérant dans les pays où les pouvoirs publics ont de bons antécédents en matière d'intervention et une capacité de soutien (comme l'indique le score de risque pays supérieur à 3) devraient bénéficier d'un relèvement. Cette mesure ne devrait pas s'appliquer dans le cas des domiciles subissant des contraintes budgétaires ou des blocages juridiques/opérationnels en matière de support.

69. Le score maximal concernant le soutien est de 5 points suivant le tableau 6 :

Tableau 6 : Soutien des pouvoirs publics		
Catégorie	Score	Caractéristiques
Soutien fort	4-5	L'entité est détenue à 100 % par l'État ou en fait partie. L'entité exerce ou maintient une fonction essentielle ou remplit le rôle d'infrastructure dont le remplacement serait exceptionnellement difficile. L'entité est essentielle pour des raisons sociales ou politiques et son objectif n'est pas de maximiser le profit. Une banque d'importance systémique au niveau national avec une part de marché supérieure à 25 %, une très forte interconnexion avec le système financier et non présente sur le marché de résolution. Absence d'obstacles juridiques ou réglementaires au soutien. Solide historique en matière de soutien en fonds propres ou en liquidité concernant l'entité considérée ou une entité de statut similaire.
Soutien adéquat	2-3	L'entité est majoritairement détenue par l'État. L'entité a un rôle ou un mandat d'importance sociale ou politique. Une banque d'importance systémique au niveau national avec une part de marché supérieure à 15 %, une forte interconnexion avec le système financier et non présente sur le marché de résolution. Entreprise d'assurance, classée d'importance systémique par le régulateur, avec une part de marché supérieure à 25 % et une très forte interconnexion avec le système financier dans son ensemble. Absence d'obstacles juridiques ou réglementaires au soutien. Quelques antécédents en matière de soutien en fonds propres ou en liquidité concernant l'entité considérée ou une entité de statut similaire.
Soutien modéré	0-1	L'État est un des actionnaires de l'entité. Une banque d'importance systémique au niveau national avec une part de marché supérieure à 10 %, une forte interconnexion avec le système financier et non présente sur le marché de résolution. Entreprise d'assurance, classée d'importance systémique par le régulateur, avec une part de marché supérieure à 15 % et une très forte interconnexion avec le système financier dans son ensemble. Possibles obstacles juridiques ou réglementaires au soutien. Expérience limitée en matière de soutien en fonds propres ou en liquidité concernant l'entité considérée ou toute entité de statut similaire.

6. Classification au sein du groupe et soutien du groupe

6.1. Introduction

70. La définition de la nature d'un groupe et de l'importance d'une filiale pour son groupe sont des éléments clés du canevas de notation élaborée par GCR. La description de l'examen appelé Classification au sein du groupe et soutien du groupe proposé par l'agence explique la démarche dans le cadre de la prise des décisions relatives à l'identification de l'approche analytique, à la classification en fonction de l'importance pour le groupe et au soutien du groupe, aux bénéficiaires d'une garantie et à la notation des filiales dont les parents sont plus faibles.

6.2. Identification de l'approche analytique initiale

71. Alors que GCR n'assigne des notations qu'aux entités juridiques/obligations émises par celles-ci, la qualité de crédit de l'entité ou de l'obligation considérée est souvent basée sur les atouts financiers et organisationnels du groupe ou du parent constituant son entourage immédiat. En effet, il existe une forte probabilité de soutien ou de transfert des risques soit à partir des filiales dans le sens ascendant, soit entre les sociétés sœurs appartenant à la même société holding/au même parent, soit à partir de ces derniers dans le sens descendant. Par conséquent, les notations assignées par GCR à une entité juridique peuvent être basées soit sur ses propres forces et faiblesses intrinsèques, soit uniquement sur les facteurs du groupe/parent, soit sur un mix de caractéristiques intrinsèques et de facteurs de soutien. L'agence signale également que compte tenu d'une myriade d'éléments juridiques, réglementaires ou géographiques, plusieurs notations des entités juridiques différentes pourraient être pertinentes dans le cadre d'un même groupe consolidé au même moment.

72. Afin de rendre plus transparente l'analyse de « l'entité » exacte GCR a proposé d'utiliser le concept de « l'entité analytique ». Dans une telle entité, qui devient le point d'ancrage d'une ou de plusieurs notations de l'entités juridique, se reflètent la nature exacte de la structure de l'entreprise et les données financières examinées. Une entité analytique peut représenter un groupe consolidé, un sous-groupe ou une personne morale autonome. GCR assignera à une entité analytique un score de risque en chiffres et une ACE en lettres minuscules. Toutefois, une notation d'un émetteur de crédit ne sera pas attribuée à une entité analytique. Les notations des émetteurs ne seront accordées qu'aux personnes morales.

73. L'approche permettant d'identifier l'entité analytique sera généralement l'une des suivantes :

g) Analyse de crédit intrinsèque : concerne les entités qui ne sont pas des composantes significatives d'un groupe, en étant de petits éléments ou isolées du reste de celui-ci. L'analyse se concentre sur les opérations menées individuellement par l'entité et sur ses données financières.

h) Analyse de crédit du groupe : concerne les entités notées qui soit sont des composantes importantes de leur groupe (représentant généralement plus de 50 % d'actifs d'exploitation, de recettes, de prêts ou de primes), soit jouent un rôle essentiel, soit ont le statut du parent ultime de leur groupe. L'analyse se concentre sur les opérations et sur les données financières du groupe dans son ensemble, bien que cette approche puisse être modifiée dans les cas d'isolation.

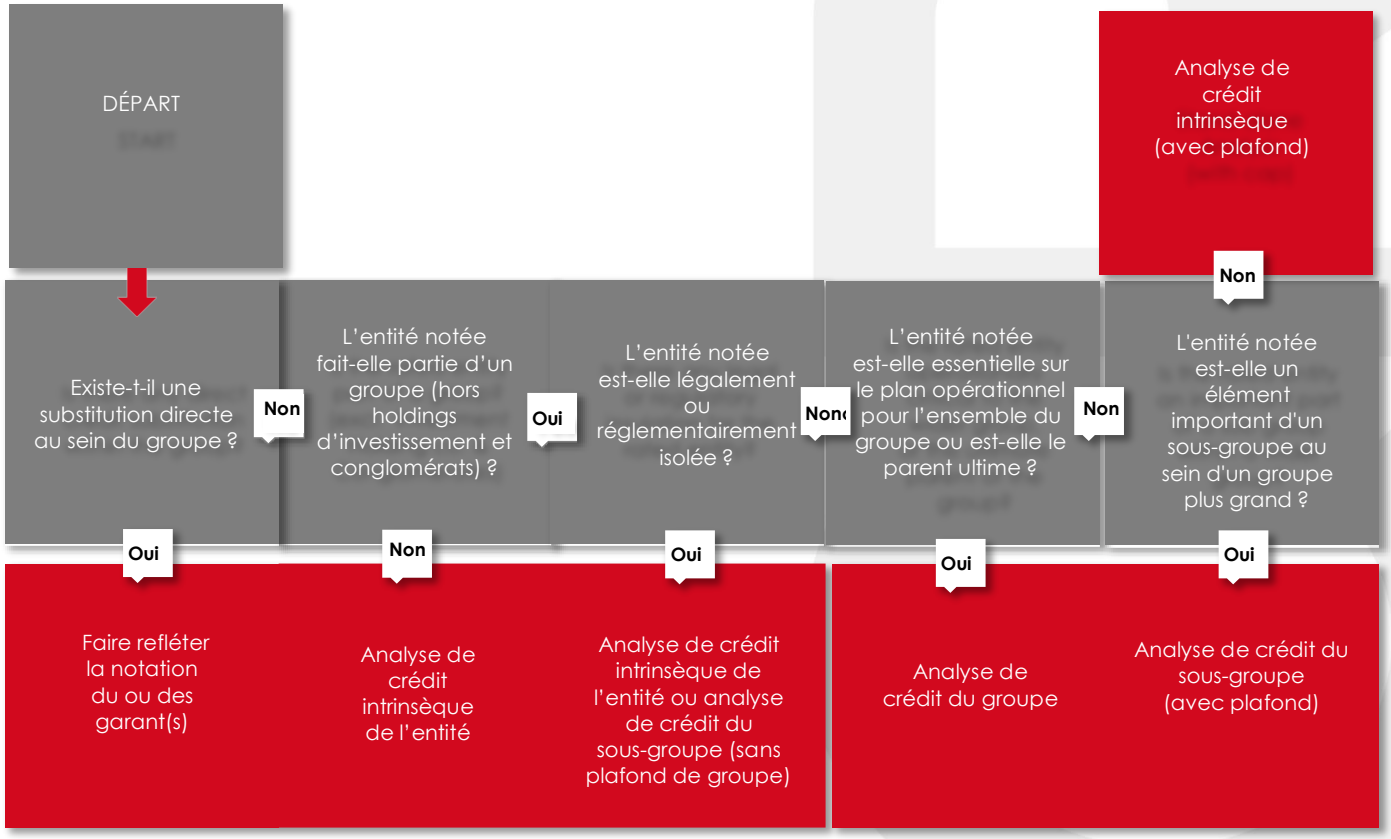
i) Analyse de crédit des sous-groupes : concerne les entités notées de taille significative au sein de leur propre sous-groupe, qui opère dans le cadre d'un groupe plus important.

j) Bénéficiaire d'une garantie : une entité dont la qualité de crédit dépend entièrement d'une autre entité. Par conséquent, l'analyse dépend de la qualité de crédit des garants. Reportez-vous à la page 23 pour plus de renseignements concernant les bénéficiaires d'une garantie.

74. GCR choisit l'approche analytique à l'aide de l'arbre de décision présenté sur la figure 3 ci-dessous.

75. Les informations pertinentes relatives à la structure du groupe, aux données financières et aux opérations de l'entité notée seront détaillées dans chaque rapport de notation de GCR.

Figure 3 : Arbre de décision analytique concernant le soutien du groupe



Les informations pertinentes relatives à la structure du groupe, aux données financières et aux opérations de l'entité notée seront généralement détaillées dans chaque rapport de notation de GCR.

76. Les entités généralement exclues de l'arbre de décision présenté ci-dessus comprennent :

a) Holdings d'investissement (IHC). Cette catégorie concerne les situations où l'entité notée est une société holding qui détient des participations dans des sociétés d'exploitation, expressément dans l'optique de générer une plus-value de capital à moyen et à long terme en gérant et, ultérieurement, en vendant des actifs et en réinvestissant les bénéfices dans de nouvelles entreprises. La manière dont l'agence évalue les IHC sera précisée dans les *Critères de notation des holdings d'investissement*. Si GCR doit évaluer une entité d'exploitation qui opère dans le cadre d'une IHC, une analyse de crédit intrinsèque de l'entité sera effectuée. Si l'IHC n'est pas actionnaire majoritaire, il n'y aura pas de plafond créé par sa qualité de crédit applicable aux entités d'exploitation.

b) Conglomérats. Cette catégorie concerne les situations où l'entité notée est une société holding qui détient des participations majoritaires dans un large éventail d'entités d'exploitation, qui opèrent dans plusieurs secteurs et la vente des actifs ne fait pas partie de la stratégie des propriétaires ultimes à moyen et à long terme. En l'occurrence, pour déterminer le score de risque de GCR et l'ACE, l'agence analysera et procédera à une pondération de la contribution individuelle des entités d'exploitation ou des sous-groupes aux actifs ou aux recettes sur la base d'un score de risque. Si l'entité notée fait partie d'un conglomérat, GCR procédera à la notation intrinsèque de l'entité et au relèvement lié au soutien (jusqu'aux ACE des conglomérats, en supposant l'absence d'isolation) à l'aide des critères indiqués

ci-dessous.

c) Succursales. Section applicable uniquement aux institutions financières et intégrée aux *Critères de notation des institutions financières*.

6.3. Classification en fonction de l'importance pour le groupe et soutien du groupe

77. Le soutien du groupe est pris en compte dans le score de risque de GCR via la composante Profil comparatif. Pour ce faire, l'agence doit évaluer, d'abord, l'importance de l'entité pour le groupe dont elle fait partie et, ensuite, l'impact sur les notations.

78. GCR définit le soutien du groupe comme le renfort financier ou opérationnel escompté et fourni de manière continue à une entité par des parties liées. Ce soutien peut être apporté directement par des parents immédiats ou ultimes, ainsi qu'en raison du positionnement de l'entité au sein d'un groupe spécifique. Ces deux aspects de support potentiel, avec une attention particulière à la taille relative, à l'historique du soutien parental et à la performance de l'entité notée, ainsi qu'à l'assimilation de cette dernière au sein du groupe/parent sont intégrés dans les critères de GCR relatifs au soutien du groupe.

79. Lorsque la solidité des liens financiers ou opérationnels est très importante, les caractéristiques intrinsèques de l'entité notée seront peu ou pas du tout pondérées, mais la pondération concernera plutôt les atouts financiers/organisationnels du groupe constituant l'entourage immédiat de l'entité. Cependant, en l'absence de ce solide support, GCR continuera l'analyse de l'entité juridique notée (ou du sous-groupe prédéfini) et prendra en considération des éléments de soutien le cas échéant (en se rapportant au tableau 7 ci-dessous).

80. Pour déterminer l'importance du support actionnarial potentiel, GCR procède d'abord à un examen de crédit du parent/groupe. Si la note de celui-ci est supérieure à celle de la filiale, l'agence peut relever les ratings de cette dernière (en se rapportant au tableau 7).

81. Si le parent lui-même bénéficie d'un certain niveau de renfort, le relèvement lié à ce soutien plus important ne bénéficiera pas à l'entité notée (la filiale) que si GCR considère probable la concrétisation de ce soutien.

82. Si une filiale est détenue majoritairement, elle ne saurait être mieux notée que le groupe parent, sauf si elle a été isolée sur le plan opérationnel et réglementaire en cas de défaut des parents (voir ci-dessous).

83. Si la filiale opère dans des zones à risque pays plus élevé et que sa note n'a pas été égalisée par rapport à celles de l'ensemble du groupe, GCR procède au plafonnement du relèvement potentiel des notations de la filiale en appliquant les critères des obstacles dans le cadre de l'évaluation du risque pays. Cependant, si le risque pays est inférieur à 3, l'agence limite le soutien à 2, car l'incertitude à l'égard du renfort grandit substantiellement à mesure que le risque pays augmente.

84. Si l'entité juridique est une société holding, GCR prendra l'ACE du groupe et abaissera les notes si elle considère que la subordination structurelle ou réglementaire aux actifs/recettes du groupe constitue un risque. Cette approche varie en fonction des branches d'industrie et les critères applicables à chaque secteur peuvent être consultés dans les *Facteurs d'ajustement de la notation*.

85. GCR détermine l'importance de la filiale en fonction des facteurs mentionnés ci-dessous :

86. Positionnement stratégique

- La pleine propriété ou une participation largement majoritaire détenue par le principal parent, ou par deux parents partageant des intérêts économiques/stratégiques à long terme, et la filiale n'est pas un contributeur en matière de recettes/actifs incorporels au sein du groupe.
- La filiale a une importance significative (env. 35 %) en ce qui concerne les actifs, les fonds propres, les recettes ou les bénéfices du groupe, mais son activité n'est pas le cœur de métier du groupe. OU le parent est obligé de soutenir sa filiale conformément aux exigences règlementaires/légales. OU il s'agit d'une captive financière/captive d'assurance financée en interne par le groupe.

87. Historique du soutien et/ou des performances

- Historique du soutien. Le support économique tangible est manifeste, au moins au cours des trois dernières années, par le biais de fonds propres (lorsque les injections sont égales ou supérieures aux dividendes), de garanties, de financement ou de liquidité. Notamment, le cas échéant, en période de stress souverain.
- Historique des performances. La filiale soutenue opère depuis plus de trois ans et la solidité de ses fondamentaux de crédit est manifeste (fonds propres, liquidité, bénéfices, etc.). Si l'entité soutenue n'a pas réussi à atteindre les résultats escomptés (correspondant aux attentes des parents ou en adéquation avec le marché dans son ensemble) pendant une période de trois ans, GCR refusera le relèvement lié à l'historique du soutien.

88. Assimilation

- La filiale doit exercer certaines activités clés ou apporter sa contribution aux métiers clés du groupe.
- La filiale partage le nom et la marque du parent ou ses liens avec celui-ci sont notoires.
- Il existe une forte intégration opérationnelle des plates-formes et en matière de gestion.

89. Les scores qui intègrent le relèvement lié au soutien sont calculés à l'aide du tableau suivant :

Tableau 7 : Soutien du groupe

Degré d'importance	Crans	Soutien des actionnaires ou des affiliés
Entité égalisée	Égalisation par rapport au parent	La filiale bénéficie de garanties des parents (ou de substitution de crédit sous d'autres formes) sur l'ensemble du passif (> 99 %), ou il existe manifestement des clauses substantielles relatives au défaut croisé à l'égard de la dette senior du parent. La filiale remplit une fonction dont l'absence conduira à un échec le parent ou une partie essentielle de l'activité, ce qui causera des dommages irréparables au groupe/à la franchise du parent. *Seules les entreprises admises dans la catégorie égalisée peuvent avoir les mêmes notes que les parents, grâce aux facteurs de soutien du groupe.*
Entité essentielle	1-3 crans en dessous de l'ACE du groupe/parent.	Les deux sous-facteurs de positionnement stratégique, un des sous-facteurs d'historique et au moins deux sous-facteurs d'assimilation.
Entité importante	Relèvement de 2-3 crans, plafonnement du score de risque à un point au-dessous de l'ACE du groupe/parent.	Un sous-facteur parmi chacun des trois facteurs de positionnement stratégique, d'historique et d'assimilation.
Entité d'importance limitée	Relèvement de 0-1 cran, plafonnement du score de risque à un point au-dessous de l'ACE du groupe/parent.	Au moins 1 des sous-facteurs mentionnés ci-dessus.

6.4. Position de GCR en matière de bénéficiaires d'une garantie

90. Dans le cas d'un bénéficiaire d'une garantie, GCR peut relever les notations de l'entité juridique ou de l'émetteur au niveau du garant. Typiquement, les garanties représentent des obligations générales concernant le passif des entités juridiques ou sont conçues pour couvrir des émissions ou des programmes spécifiques.

91. Dans le cas de garanties complètes qui couvrent 100 % des obligations générales ou l'intégralité d'une obligation/d'un programme, GCR procède à une substitution de crédit directe par le garant (par conséquent, l'analyse de crédit concerne ce dernier), à condition que la garantie soit inconditionnelle, irrévocable et conforme à l'avis juridique local sur sa force exécutoire.

92. De façon générale, GCR estime que pour qu'une substitution de crédit puisse s'appliquer, une garantie doit au moins couvrir les aspects suivants :

    a) Le garant (dans l'acte de garantie) doit d'une manière inconditionnelle (en renonçant à toutes les circonstances et conditions de libération) promettre de payer la totalité (100 %, pré-compensations ou autres déductions) de l'obligation bénéficiant de la garantie ou (le cas échéant) des obligations de l'entité bénéficiant de la garantie conformément aux engagements initiaux. Il ne doit pas promettre de payer la partie de la dette restant après recouvrement ou après paiement dans le cadre des garanties et l'échange contre d'autres obligations ou la modification des conditions initiales de l'obligation sont exclus.
    b) Le paiement doit être effectué en temps et en heure, i.e. à échéance conformément aux documents ou engagements initiaux, bien que GCR autorise un délai de grâce maximal de cinq jours. À cette fin, un mécanisme de paiement bien établi doit être en place pour éviter les retards.
    c) La garantie doit être *pari passu* avec les obligations de rang similaire, i.e. si les obligations sont senior non sécurisées, la garantie doit se classer au même niveau.
    d) Les détenteurs des obligations doivent être bénéficiaires de la garantie. L'existence d'une seconde partie qui bénéficie de la garantie et assume les engagements est exclue.
    e) La garantie doit être irrévocable, de sorte que les droits des garants en matière de résiliation ou de modification doivent être limités, en particulier toute modification relative aux aspects mentionnés aux paragraphes a), b), c) et d) est exclue.

6.5. Notation des filiales dont les parents sont plus faibles

93. Si l'entité notée est détenue et contrôlée en dernier lieu par une autre personne morale dont la qualité de crédit est considérée relativement plus faible (hors sociétés holding), GCR devrait normalement plafonner les notations de la filiale au niveau du parent ou du sous-groupe. Toutefois, l'agence permet le relèvement jusqu'à un certain niveau au-dessus de la note des parents dans les cas suivants :

    a) Dans les situations où l'entité est détenue par une société de capital-investissement ou par une holding d'investissement, lorsqu'il n'existe aucun intérêt à long terme ou aucune stratégie concernant la filiale allant au-delà de la création de valeur à court terme pour le parent. En l'occurrence, GCR peut résolument supprimer les dividendes pour augmenter artificiellement l'effet de levier de l'entité et peut-être modifier négativement l'appréciation en matière de management et de gouvernance, mais peut ne pas plafonner les notations.

b) Dans les situations où une entité juridique au sein d'un groupe analytique est de taille relativement modeste mais dont la qualité de crédit est nettement supérieure à celle des sociétés sœurs et lorsque GCR estime que la direction a l'intention d'isoler cette entité, sur le plan opérationnel et juridique, du reste du groupe en cas de stress.

c) GCR peut relever le score de risque d'un point au-dessus de l'ACE du groupe si elle considère que l'entité juridique est :

1. Dissociable du parent ; par exemple, elle n'a pas d'obligations substantielles des parties liées ou elle n'est pas intégrée sur le plan opérationnel, et
2. concernée par des limitations en matière de franchise et de cogestion, et
3. n'est pas concernée par le financement conjoint ni liée en matière de crédit, et
4. caractérisée par une distribution croisée limitée.

d) Dans les situations où une filiale (ou un sous-groupe) est soumise à la réglementation prudentielle (i.e. elle est concernée par des exigences en matière de fonds propres, de liquidité ou par d'autres règles prudentielles) sur son propre marché (secteur ou pays) et lorsque GCR s'attend à ce que l'autorité de règlementation protège l'entité des risques exogènes et internes au groupe. Ce procédé s'appelle l'isolation réglementaire et dans les situations où elle est possible il existe un certain niveau de protection ; des discussions avec des autorités compétentes en la matière nous ont amenés à cette conclusion. Les cas d'isolation réglementaire devraient être rares, en raison du risque manifeste du défaut conjoint des deux entités opérant au sein du même groupe. Cependant, si l'agence constate un cas d'isolation, elle peut consentir à ce que le score de risque de la filiale soit supérieur à celui du parent à concurrence de trois points. Avant de conclure qu'il s'agit d'un cas d'isolation réglementaire, GCR examinera les points suivants :

- La filiale est-elle dissociable du parent sur le plan opérationnel ?
- Y a-t-il des limitations en matière de franchise et de cogestion entre le parent et la filiale ?
- La distribution croisée de produits et de services, est-elle limitée ?
- Les actifs et les passifs de la filiale seront-ils consolidés au niveau des parents en cas d'insolvabilité de l'entreprise parente/du groupe financier dans son ensemble ?
- Y a-t-il des représentants indépendants ou minoritaires ayant du poids au conseil d'administration des filiales ?
- Les pouvoirs publics ou l'autorité de réglementation ont-t-il le droit de changer l'actionnariat et la direction ?
- Existe-t-il une base économique solide permettant à l'autorité de règlementation d'isoler la filiale ou l'entité affiliée (telle que l'importance systémique) ?
- L'exposition au groupe ou aux parties liées, est-elle limitée ?

6.6. Exemple d'application par CGR des critères de classification au sein du groupe et de soutien du groupe

94. GCR évalue un certain nombre d'entités juridiques au sein d'un groupe d'assurance consolidé dont les filiales comprennent une entreprise d'assurance à court terme, une entreprise d'assurance vie, une société immobilière et une société de négoce d'actions. Au-dessus du groupe, une société holding passive (NOHC) détient 100 % de toutes les filiales. La contribution de l'entreprise d'assurance à court terme en matière d'actifs et de primes du groupe est de 80 %, celle de l'entreprise d'assurance vie est de 15 %, la société immobilière et la société de négoce d'actions participent à une hauteur minime en termes d'actifs et de recettes. GCR considère qu'aucune filiale n'est concernée par l'isolation réglementaire. En outre, la société de négoce d'actions bénéficie d'une garantie inconditionnelle et irrévocable de la société holding passive.

95. L'approche analytique de notation de chacune des entités juridiques sera généralement la suivante :

a) Notation de l'entreprise d'assurance à court terme. Puisque la contribution de l'entité juridique représente la nette majorité d'actifs/primes, GCR procédera à une analyse financière et opérationnelle du groupe consolidé. Par conséquent, le groupe jouera le rôle de l'entité analytique et les notations de l'émetteur de crédit concernant l'entité juridique seront « égalisées » par rapport à l'ACE de l'entité analytique.
b) Pour évaluer la société holding passive, GCR procédera à un abaissement en prenant pour le point de départ l'ACE de l'entité analytique utilisée pour déterminer la notation de l'entreprise d'assurance à court terme. L'importance de l'ajustement reflétera la subordination structurelle de la société holding passive et tout effet de levier, notamment la garantie dont bénéficie la société de négoce d'actions.
c) Pour évaluer l'entreprise d'assurance vie, l'agence analysera les comptes et les points forts intrinsèques de l'activité de l'entité, puis procédera au relèvement du score jusqu'au niveau inférieur d'un point par rapport à l'ACE du groupe, mais pas au-delà. Cette approche reflètera la modeste contribution aux primes/actifs du groupe et l'absence d'isolation.
d) Pour évaluer la société immobilière, GCR examinera les comptes et les points forts intrinsèques de l'activité de l'entité, mais ne procédera à aucun relèvement, car l'agence estimera que l'entité n'est pas « importante pour le groupe ».
e) Pour évaluer la société de négoce d'actions, l'agence procédera à une analyse de la qualité du bénéficiaire de la garantie et, s'il satisfait aux critères de GCR, à l'égalisation de sa notation par rapport à celle de la société holding passive (le garant). Dans le cas contraire, la même approche que dans le cas de la société immobilière présentée ci-dessus sera appliquée.

7. Management et gouvernance

7.1. Introduction

96. GCR définit le management comme la maîtrise des opérations d'une entreprise dans le contexte de ses stratégies, politiques, processus et procédures établis par un organe de gouvernance. Alors que la gouvernance consiste en la création, l'évaluation et le respect des mêmes politiques, processus et procédures. Si la mission managériale consiste à obtenir des résultats, celle des organes de gouvernance est de veiller à la manière dont ces résultats sont atteints. GCR prend en considération ces deux aspects.
97. Dans la pratique, la frontière entre le management et la gouvernance est souvent floue, en particulier dans le cas des entités de taille et de maturité limitées. Dans les petites entreprises où le personnel et les ressources financières sont limités, les responsabilités de ceux qui gèrent et de ceux qui assurent la gouvernance se trouvent souvent mélangées. Par conséquent, GCR n'est pas à la recherche de « meilleures pratiques internationales » pour toutes les entités qu'elle note. Dans une certaine mesure, le dimensionnement des fonctions de gouvernance (et de gestion des risques) doit être approprié par rapport à la taille et à la complexité de l'entreprise. Toutefois, l'entité notée doit être consciente des principales menaces et faiblesses auxquelles l'entreprise est confrontée et être capable d'articuler et de gérer les risques que celles-ci suscitent. En effet, au fond, l'échec en matière de management et de gouvernance d'une entreprise est l'une des principales causes d'un défaut de paiement.
98. Le management et la gouvernance sont évalués sur une échelle de 0 (« niveau adéquat ») à 5 (« très faible »), sur une base purement qualitative, ce qui implique généralement une vision globale et cumulative des lacunes de management et de gouvernance et des notations implicites du canevas. Puisque GCR présume que les niveaux d'expertise des structures managériales et de celles dédiées à la gouvernance de toutes les entreprises sont adaptés à la taille et à la complexité organisationnelle, l'agence considère ce score uniquement comme un ajustement négatif de la note de positionnement concurrentiel. Dans le cas de la plupart des entités notées, la répercussion sur le score restera neutre. Souvent, les échecs en matière de management et de gouvernance ne deviennent manifestes qu'*a posteriori*, alors qu'il y a déjà eu des répercussions sur le profil financier ou concurrentiel. Cependant, si GCR découvre des problèmes substantiels isolés ou accumulés, elle peut attribuer un score négatif à l'émetteur.

7.2. Facteurs de management et de gouvernance

99. Ci-dessous est présentée la liste de facteurs pouvant être pris en compte dans le cadre de l'évaluation du management et de la gouvernance effectuée par GCR, cependant, d'autres aspects pertinents sont susceptibles d'être considérés au fur et à mesure de leur évolution :

100. **Complexité/Opacité des opérations ou de la structure.** GCR estime que des groupes ou des structures d'exploitation complexes ou opaques pourraient augmenter les risques au sein d'un groupe noté. En effet, des structures opérationnelles complexes, comme celles comportant plusieurs couches de holdings d'investissement (notamment des off-shore), ou une multitude de coentreprises ou d'associés, pourraient retenir les fonds propres et la liquidité, masquer les mauvaises performances ou introduire un risque inconnu dans le groupe. Par ailleurs, GCR considère que ces facteurs pourraient également empêcher la surveillance exercée par le conseil d'administration sur les filiales/associés/activités de l'entreprise.

101. **Actionnariat.** En règle générale, GCR estime que l'actionnariat opaque ou constitué de sociétés de capital-

investissement, de familles ou d'individus peut avoir un impact négatif, en particulier en l'absence de surveillance ferme et indépendante de la part du conseil d'administration et/ou des autorités de réglementation. En effet, cet état des choses peut faire augmenter, d'une part, le risque de la primauté de la prise de bénéfices au détriment de la durabilité ou le risque des activités internes au groupe ou aux parties liées d'autre part. Les entreprises familiales ou gérées par un entrepreneur peuvent privilégier les décisions qui conviennent le mieux à la famille/à l'individu et non aux créanciers. GCR peut également trouver que la structure de l'actionnariat ou les droits de vote suscitent des risques, des éléments tels que les options de vente ou d'achat, les actions de préférence, ainsi que les alliances inhabituellement fortes protégeant les intérêts minoritaires ou en cas de vote parmi les actionnaires pourraient créer une certaine incertitude autour de l'orientation stratégique ou du processus de la prise des décisions au sein de l'entreprise.

102. **Transparence, publicité et audit.** L'agence considère que la cohérence, la fiabilité et la qualité des informations fournies par l'entité sont un critère important de qualité du management et de la gouvernance. En règle générale, GCR se félicite avec les entreprises qui agissent dans la transparence et qui sont disposées à ouvrir leurs livres de comptes aux investisseurs et aux agences, notamment à GCR elle-même. À l'inverse, celles qui cachent les informations ou retardent leur mise à disposition, que ce soit à cause des systèmes de gestion d'information médiocres ou par manque de volonté de partager les données, sont, en général, perçues négativement. GCR inclut dans cette catégorie le défaut de déclaration des passifs éventuels, des actifs hors bilan (et de leur impact économique), des intérêts des parties liées ou des autres facteurs susceptibles d'affecter le profil financier d'une entreprise.
103. GCR croit en **l'indépendance, la réputation et les capacités des auditeurs externes.** L'agence s'inspirera fortement de leurs avis sur les états financiers, les contrôles internes et les fonctions de gestion des risques, le cas échéant. Les opinions d'audit avec réserve peuvent révéler des risques de façon pertinente, en particulier les opinions qui remettent en question l'aptitude de l'entité à assurer la continuité d'exploitation. En outre, les retraitements financiers ou ceux effectués par un nouvel auditeur externe, ainsi que le changement fréquent d'auditeurs pourraient témoigner de la médiocrité du contrôle/des systèmes managériaux. GCR considère également que l'indépendance et la qualité de la fonction d'audit interne sont importantes, tout comme la surveillance assurée par le conseil d'administration et par le président.
104. **Direction et code de bonne conduite**. GCR estime que l'envergure et la qualité de l'encadrement supérieur sont un facteur de différenciation important pour les entités notées. Même si leur appréciation est parfois difficile, en définitive, les compétences des dirigeants et des membres du conseil d'administration doivent être en adéquation avec les risques encourus par l'entité notée. L'agence considère qu'une dépendance excessive ou le contrôle par un seul responsable ou par un groupe de dirigeants constitue un inconvénient, car une culture d'entreprise gagne en force, en règle générale, de l'existence d'une multitude de voix. Un pourcentage élevé d'actionnariat de la direction, la surveillance du conseil d'administration par cette dernière ou les facteurs de rémunération très agressifs pouvant entraîner une prise de risque excessive sont également perçus négativement. La rotation rapide des cadres supérieurs peut à son tour témoigner d'une faible culture d'entreprise, entre autres. Un nombre élevé (fréquence ou gravité) de mesures réglementaires concernant les violations de la législation/des règles fiscales/de la réglementation ou de la conformité est un signal d'alarme, comme un appétit pour le risque qui outrepasse les limites du marché.
105. **Structure et efficacité du conseil d'administration.** Il s'agit de considérer l'aptitude du conseil d'administration à assurer de façon indépendante la surveillance de la performance de la direction et à garantir la responsabilité de celle-ci envers les actionnaires et les créanciers. GCR estime que l'existence d'une base solide de directeurs véritablement indépendants est un facteur important, ainsi que la déclaration d'intérêts des dirigeants effectuée régulièrement et de façon transparente. L'agence considère qu'il est nécessaire qu'une telle déclaration soit faite au moins une fois par an, ainsi qu'en cas d'un éventuel conflit d'intérêts. GCR estime que les conseils d'administration actifs et fonctionnels, bien informés et dont

les responsabilités sont clairement articulées, assurent mieux la surveillance des questions telles que la rémunération (en particulier en ce qui concerne le PDG), la stratégie, l'éthique, les risques et l'audit, etc. Le contrôle du conseil d'administration par l'exécutif, que ce soit par le nombre ou par un individu, sera, à son tour, perçu négativement.

106. **Mise en œuvre de la stratégie**. L'agence ne se prononcera sur la mise en œuvre de la stratégie que si elle considère que ce paramètre augmente ou diminue considérablement la qualité de crédit de l'entité notée. La pénétration de nouveaux marchés ou le lancement de nouveaux produits sans compétences ou sans soutien financier appropriés, pourraient comporter des risques. À l'inverse, une lenteur dans la pénétration de nouveaux marchés ou la perte des parts sur les marchés existants pourraient témoigner de la médiocrité du management. En règle générale, cependant, GCR estime que le succès de la direction dans la réalisation de ses propres objectifs stratégiques et la manière dont ils s'intègrent ou remettent en question les structures de gouvernance dans leur ensemble constituent un bon baromètre de la qualité du management. Si les dirigeants ne parviennent systématiquement pas à atteindre les objectifs de performance ou à transformer les décisions stratégiques en actions concrètes, l'agence peut avoir une mauvaise opinion à leur égard. En revanche, si la direction démontre un solide historique de performances financières stables, sans pertes résultant d'un risque opérationnel élevé ou d'un appétit pour le risque manifestement excessif, l'option de GCR peut être plus neutre ou positive.

107. **Gestion des risques**. Même les conseils d'administration les plus solides ne peuvent surmonter une faible culture du risque, la médiocrité des contrôles internes ou une gestion/évaluation des risques déficiente. La gestion des risques solide garantit l'existence de politiques prospectives d'identification, d'évaluation, de traitement et de communication des risques. Ensuite, le suivi de la mise en œuvre de ces politiques et la qualité du reporting accroissent le succès du système de gestion des risques. Il est important de faire s'enraciner solidement une culture de conscience des risques, mais l'engagement sur ce terrain est finalement difficile à apprécier. En revanche, un examen exhaustif des normes de gestion des risques à l'échelle de l'organisation, notamment de la façon dont elles sont comprises et respectées dans la société, et l'appréhension des tolérances internes en matière d'appétit pour le risque identifié de l'entreprise considérée peuvent être de bons indicateurs de la manière dont celle-ci gère et évalue les risques. À un niveau plus fondamental, la garantie du respect de toutes les lois et réglementations applicables à l'échelle nationale et internationale est un excellent baromètre du sérieux avec lequel la direction et le conseil d'administration appréhendent les risques. En outre, un courant d'affaires excessif avec des personnes politiquement exposées ou la manifestation des signes de mauvaises pratiques d'achat peuvent également témoigner de la faiblesse en matière de gouvernance.

108. Les questions **environnementales et sociales** ont une importance grandissante dans l'agenda des dirigeants, compte tenu de l'impact des activités d'une entité sur l'environnement et sur la société, qui a une incidence sur le caractère durable des résultats financiers. GCR évaluera la sensibilité aux problèmes environnementaux et sociaux du profil de crédit d'une entité et la mesure dans laquelle la direction a considéré la portée des risques et a pris des mesures pour les atténuer.

Actif	Ressource ayant une valeur économique, possédée ou contrôlée par une entreprise dont elle attend un avantage futur.
Actifs	Ressources ayant une valeur économique, possédées ou contrôlées par une entreprise dont elle attend un avantage futur.
Action	Actions sont des titres de propriété ou des droits sur le capital social détenus par les actionnaires. Le capital social peut être augmenté par l'émission d'actions nouvelles ou grâce aux bénéfices non distribués.
Actionnaire	Une personne physique, une entité ou une institution financière détenant des actions ou des parts sociales d'une organisation ou d'une entreprise.
Agence	Cabinet qui vend des produits d'assurance, dirigé par un agent, un directeur, un agent d'assurance indépendant ou par un directeur de société d'assurance.
Agence de notation financière	Entité qui offre des services de notation financière.
Analyse fondamentale	Méthode d'évaluation d'un titre tentant de mesurer sa valeur intrinsèque par examen des aspects économiques et financiers ainsi que des autres facteurs qualitatifs et quantitatifs connexes.
Assurance	Garantit une protection dans les cas de figure pouvant se présenter.
Avis juridique	Avis relatif à la validité et à la force exécutoire des documents juridiques relatifs à une transaction.
Bien immobilier	Propriété composée d'un terrain et/ou de bâtiments.
Bilan	Aussi appelé état de la situation financière. État de l'actif et du passif d'une entreprise réalisé à l'intention des actionnaires et des autorités de réglementation. Il donne une "photographie" à un moment précis des actifs détenus par l'entreprise et de la manière dont ils ont été financés.
Budget	Plan financier servant à estimer les futurs coûts, recettes ou les deux.
Capacité	Le plus important montant d'assurance disponible auprès d'une entreprise. Dans le sens plus large, le terme peut se rapporter au montant d'assurance le plus important disponible sur le marché.
Capital	Somme d'argent investie pour générer des revenus.
Chiffre d'affaires	Valeur totale des biens ou des services vendus par une entreprise au cours d'une période donnée. Les termes « recettes » ou « ventes » sont également utilisés. Le chiffre d'affaires peut également désigner le volume total des transactions sur un marché au cours d'une période donnée.
Coentreprise	Association de deux personnes physiques ou morales pour mener ensemble un projet ou une autre activité économique.
Collatéral	Actif remis par le débiteur au créditeur en garantie d'un emprunt ou de bonne exécution.
Comptabilité	Procédé d'enregistrement, de compilation et de répartition de tous les éléments relatifs aux recettes et aux dépenses de l'entreprise, ainsi que d'analyse, de vérification et de communication des résultats.
Concentration	Degré élevé de corrélation positive entre les facteurs ou une exposition excessive à un seul facteur que partagent un profil démographique ou un instrument financier similaires, un secteur donné, une branche d'industrie particulière ou des marchés spécifiques.
Conditions	Clauses à caractère descriptif ou imposant des limites à la tenue des engagements de l'entreprise d'assurance introduites dans un contrat d'assurance.
Conglomérat	Entreprise constituée de filiales n'ayant pas de liens entre elles qui opèrent dans plusieurs secteurs d'activité.
Continuité d'exploitation	Principe comptable qui présume qu'une entreprise continuera d'exister et poursuivra normalement son activité commerciale dans un avenir prévisible. En pratique, cela veut dire probablement au moins pendant les 12 prochains mois.
Contrat (d'assurance)	Accord par lequel une entreprise d'assurance s'engage, à titre onéreux, de fournir des prestations, de rembourser des pertes ou d'offrir des services à un souscripteur. Une police d'assurance est un document écrit dans lequel les conditions du contrat sont exposées.
Court terme	Actuel ; généralement correspondant à une durée inférieure à un an.
Créancier	Fournisseur de crédit envers qui un débiteur est redevable.
Crédit	Accord contractuel dans le cadre duquel un emprunteur reçoit aujourd'hui quelque chose qui a de la valeur et s'engage à rembourser le prêteur à une date ultérieure, généralement avec des intérêts. Le terme désigne également la capacité d'emprunt d'une personne physique ou d'une entreprise.
Cycle des affaires	Fluctuations régulières de l'activité globale dans une économie au fil du temps. Le cycle est composé de quatre phases distinctes : récession, reprise, expansion et ralentissement.

Défaut	Un défaut se produit lorsque : 1) l'emprunteur n'est pas en mesure de rembourser intégralement ses dettes ; 2) survient un événement de perte de crédit tel que passation par pertes et profits, provision spécifique, échange déprécié, impliquant la remise de dette ou le report ; 3) le retard de l'emprunteur sur le remboursement de toute dette est supérieur à X jours comme défini dans les documents transactionnels ; 4) le débiteur a déposé le bilan ou a formulé toute autre demande de protection contre les créanciers.
Dette	Obligation de rembourser une somme d'argent. Plus précisément, il s'agit de fonds transférés par un créancier à un débiteur moyennant intérêts et engagement de rembourser intégralement le principal à une date fixée ou sur une période déterminée.
Dette souveraine	Obligation émise par un État ou par une agence soutenue par un État.
Diversification	Répartition des risques par constitution d'un portefeuille contenant des titres de différents niveaux d'exposition dont les rendements sont relativement peu corrélés. Ce terme fait également référence aux entreprises qui font leur entrée sur les marchés ayant très peu de rapport avec ceux sur lesquels elles opèrent déjà ou aux produits qu'elles y introduisent.
Dividende	Part des bénéfices de l'entreprise après impôts distribuée aux actionnaires.
Effet de levier	Dans le cadre de l'analyse d'entreprise, l'effet de levier fait référence à la mesure dans laquelle une entreprise est financée par la dette.
Émetteur	Partie endettée ou personne physique remboursant ses emprunts.
Emprunt	Somme d'argent empruntée par un débiteur qui doit être remboursée au créancier avec intérêts. Un instrument de dette où un bien immobilier représente la garantie du prêt. Une hypothèque confère au prêteur le droit de prendre possession de la propriété si l'emprunteur ne rembourse pas le prêt. Une inscription est un préalable à l'existence de tout prêt hypothécaire. Une inscription hypothécaire peut concerner un bien corporel ou un bien incorporel, même s'il n'appartient pas au créancier hypothécaire. On parle également d'un bon hypothécaire.
Emprunteur	Partie endettée ou la personne qui rembourse ses emprunts.
Entreprise parente	Principale entreprise du groupe ou du groupement d'entreprises d'assurance.
Environnement	Cadre ou conditions (économiques, financiers, environnementaux) dans lesquels opère une entité.
États financiers	Présentation des données financières, notamment des bilans, des comptes de résultat et des tableaux de flux de trésorerie ou de toute note explicative, destinée à la communication de la situation financière d'une entité à un moment donné.
Exposition	L'exposition est le niveau de risque auquel le détenteur d'un actif ou d'un titre est confronté en raison de la détention de ce titre ou actif. Dans le cas d'une entreprise, l'exposition peut être liée à une catégorie particulière de produits ou à une clientèle spécifique. L'exposition peut également résulter d'une dépendance excessive à l'égard d'une seule source de financement. Dans le domaine de l'assurance, le terme fait référence à la vulnérabilité d'une personne physique ou d'une entreprise face aux différents risques.
Financement structuré	Méthode de collecte de fonds sur les marchés financiers. Une transaction de financement structuré est entreprise pour atteindre certains objectifs de financement tout en réduisant les risques.
Flux de trésorerie	Tous les mouvements de liquidités ou de leurs équivalents, entrants et sortants. De tels flux résultent des activités d'exploitation, d'investissement et de financement.
Garant	Partie qui donne la garantie.
Garantie	Engagement écrit d'une personne (le garant) donné à une autre, généralement à une banque (le créancier) d'être responsable de la dette d'un tiers (du débiteur) envers le créancier, en cas de défaut du débiteur.
Garantie	Étendue de la couverture prévue aux termes d'un contrat d'assurance.
Gestion des risques	Processus d'identification et de surveillance des risques d'exploitation d'une manière qui, conformément à la philosophie d'exploitation d'une entité, rend le rapport risque/rendement acceptable.
Gouvernance d'entreprise	Désigne les mécanismes, procédés et rapports assurant le contrôle et la direction des entreprises afin de garantir l'efficacité, la transparence et la responsabilité d'une entité envers ses parties prenantes.
Hors bilan	Les éléments hors bilan sont des actifs ou des passifs qui n'apparaissent pas dans le bilan d'une entreprise. Ils figurent généralement dans les notes explicatives accompagnant les comptes d'une entreprise.
Impôt	Source de recettes publiques prélevées sur les revenus et sur les créances non encaissées.
Inconditionnel	Non soumis à aucune condition.
Indice	Évaluation de la valeur d'une propriété par comparaison avec la valeur des propriétés similaires de la région.
Insolvabilité	Situation où les passifs d'une entité sont supérieurs à ses actifs.
Institution financière	Entité dont l'activité principale consiste en transactions financières, telles que investissements, prêts et dépôts.

Intérêts	Versements programmés effectués au profit d'un créancier en contrepartie de l'utilisation de l'argent emprunté. Le montant des versements est déterminé par le taux d'intérêt, le montant emprunté ou le principal et par la durée du prêt.
Intermédiaire	Tiers dans la commercialisation et la gestion des produits d'assurance.
Irrévocable	Définitif, qui ne peut être changé, annulé ou récupéré.
LC (Lettre de crédit)	Une lettre de crédit est un engagement d'une banque pour le compte d'une entreprise cliente par lequel elle garantit le paiement si cette entité ne peut honorer ses obligations.
Liquidité	Vitesse avec laquelle les actifs peuvent être convertis en argent comptant. Le terme peut également désigner la capacité d'une entreprise à honorer ses engagements en matière de service de la dette en raison de la présence des actifs liquides tels que l'argent comptant ou les équivalents. La liquidité du marché fait référence à la facilité avec laquelle un titre peut être rapidement vendu ou acheté en grande quantité sans que cela affecte substantiellement son prix de marché.
Liquidités	Fonds pouvant facilement être dépensés ou utilisés pour honorer des obligations courantes.
Long terme	Non actuel ; généralement correspondant à une durée supérieure à un an.
Marché	Évaluation de la valeur d'une propriété par comparaison avec la valeur des propriétés similaires de la région.
Mandat	Autorisation ou ordre d'exploiter une entreprise ou de prendre des mesures. Un emprunteur, par exemple, peut donner des instructions au gérant obligataire principal d'agir conformément aux termes convenus.
Marge	Le sens du terme dépend du contexte. Au sens le plus large, le terme fait référence à la différence entre deux valeurs.
Matières premières de base	Matières premières utilisées dans les industries manufacturières ou dans la production de denrées alimentaires. Cette catégorie inclut les métaux, le pétrole, les grains et les céréales, les produits agricoles de base tels que le sucre, le cacao, le thé et le café, ainsi que les huiles végétales.
Maturité	Laps de temps entre l'émission d'une obligation (ou d'un autre titre) et la date à laquelle son paiement devient exigible dans la totalité.
Moratoire	Période pendant laquelle une activité est suspendue jusqu'à ce qu'un changement de circonstances permette de cesser une telle interruption. Par exemple, dans le cadre d'un prêt, un emprunteur peut annoncer un moratoire sur le remboursement du principal et, parfois, sur le paiement des intérêts.
Moyenne pondérée	Moyenne résultant de la multiplication de chaque composante par un facteur reflétant son importance ou sa taille relative par rapport à un pool d'actifs ou de passifs.
Notation de crédit	Opinion relative à la qualité de crédit d'une entité, d'un titre ou d'un instrument financier, ainsi que d'un émetteur de titres ou d'instruments financiers, assignée grâce au système de classement en catégories de notation bien établi et défini.
Notation de long terme	Une notation de long terme reflète la capacité d'un émetteur à honorer ses obligations financières, notamment le paiement des intérêts et le remboursement de la dette, au cours des trois à cinq années suivantes. Une telle notation comprend une évaluation de la situation financière actuelle de l'organisation et de la manière dont elle peut changer à l'avenir en ce qui concerne le respect des obligations financières à plus long terme.
Notation des émetteurs	Voir *Échelles de notation, symboles et définition de GCR*.
Notation des émissions	Voir *Échelles de notation, symboles et définition de GCR*.
Notation sur l'échelle internationale	Opinion sur la qualité de crédit par rapport à un pool mondial d'émetteurs ou d'émissions.
Notation sur l'échelle nationale	Les ratings sur l'échelle de notation nationale donnent la mesure de la qualité de crédit des émetteurs et des émissions d'un pays donné.
Notching	Relèvement ou abaissement des notations.
Obligation	Le terme désigne un lien de droit qui existe entre les parties à un accord lorsqu'elles acquièrent réciproquement des droits personnels d'exiger les unes des autres l'exécution de ce qui a été convenu.
Obligation	Instrument financier représentant une dette à long terme émise par une entreprise, une institution ou par les pouvoirs publics afin de lever des fonds.
Option	Une option donne à l'acheteur ou au détenteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif financier sous-jacent à un prix prédéterminé.
Option d'achat	Titre qui donne au détenteur ou à l'acheteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter un instrument sous-jacent à un prix convenu (le prix d'exercice) dans un délai déterminé. Le vendeur en position longue ou courte a l'obligation de vendre l'instrument sous-jacent si le détenteur de l'option décide de l'exercer.
Pari Passu	Côte à côte ; au même taux ou d'un pas égal. Les titres émis avec une clause *pari passu* ont des droits et des privilèges équivalents à ceux des titres existants de la même catégorie.

Passif	Toutes les créances financières, dettes ou pertes potentielles subies par une personne physique ou par une organisation.
Passifs éventuels	Obligations non comptabilisées dans les états financiers d'une entité, mais qui pourraient devenir exigibles.
Perte	1. Perte de valeur économique tangible ou intangible, financière ou non financière. 2. Survenance d'un événement garanti par l'assurance (dans le domaine de l'assurance).
Police	Document juridique décrivant les conditions et les modalités de l'assurance délivré par l'entreprise au preneur d'assurance.
Politique monétaire	Mesures prises par la Banque centrale afin d'agir sur la quantité de monnaie ou sur le taux d'intérêt dans l'optique de parvenir à la stabilité des prix, au plein emploi et à la croissance économique.
Pondéré	Importance d'une seule obligation par rapport à l'ensemble des obligations. Par exemple, un solde du principal du prêt hypothécaire seul divisé par le solde du principal du pool des prêts hypothécaires.
Prestations	Indemnités et autres services fournis par les entreprises d'assurance aux souscripteurs dans le cadre d'un contrat d'assurance.
Prévision	Calcul ou estimation de futurs événements financiers.
Prime	Prix à payer en contrepartie de l'engagement de l'entreprise d'assurance de prendre en charge un risque donné pendant une période déterminée.
Privée (émission)	Émission de titres sans participation au marché, ces titres étant toutefois accessibles à un nombre restreint d'investisseurs. Une telle émission s'effectue à titre privé et non sur le marché libre.
Provisions	(1) Montant représentant les engagements réels ou potentiels conservés par une entreprise d'assurance pour couvrir les dettes envers les souscripteurs. (2) Montant alloué pour un besoin spécifique. À noter qu'une provision est habituellement une dette et non un fonds supplémentaire. Dans certains cas, les provisions peuvent faire partie de l'actif comme des provisions pour impôts non encore exigibles.
Qualité de crédit	Évaluation de la capacité d'un débiteur à honorer ses dettes.
Rang	Priorité applicable aux obligations en fonction de leur séniorité.
Refinancement	Émission d'une nouvelle dette en replacement d'une dette arrivant à échéance. La nouvelle dette, avec un ensemble de nouvelles conditions mises en place, peut provenir de prêteurs anciens ou nouveaux.
Refinancer	Émettre une nouvelle dette en replacement d'une dette arrivant à échéance. La nouvelle dette, avec un ensemble de nouvelles conditions mises en place, peut provenir de prêteurs anciens ou nouveaux.
Remboursement	Paiement effectué pour honorer les obligations relatives à une convention de crédit comptabilisées dans l'ordre de couverture suivant : 3) les intérêts échus ou impayés ; 4) les frais ou charges échus ou impayés et 5) réduction du montant du principal de la dette.
Remise (de dette)	Accord entre le créancier et le débiteur, en vertu duquel le créancier libère le débiteur de ses obligations.
Réserves	Partie de fonds allouée à un cas de figure pouvant se présenter.
Risque	Probabilité d'une incertitude future (i.e. un écart par rapport aux bénéfices prévus ou à un résultat escompté) qui aura un impact sur les objectifs.
Risque de crédit	Probabilité ou hypothèse de non-respect par un emprunteur ou par un débiteur de son engagement d'honorer ses dettes. Le risque de crédit peut être subdivisé en risque de crédit actuel (immédiat) et risque de crédit potentiel (différé).
Risque de défaut	Possibilité qu'un émetteur d'obligations ou tout autre emprunteur (notamment les débiteurs/créanciers) fasse défaut et ne paie pas le principal et les intérêts à échéance.
Risque opérationnel	Risque de perte résultant de processus internes, personnes ou systèmes inadéquats ou défaillants ou d'évènements extérieurs. Le risque juridique est inclus dans cette catégorie, le risque stratégique et le risque de réputation en sont exclus.
Risque pays	Éventail des risques découlant des conditions politiques, juridiques, économiques et sociales d'un pays générant des impacts négatifs auxquels sont exposés les investisseurs et les créaciers dans ce pays et qui peuvent également induire des effets négatifs sur les institutions financières et sur les emprunteurs dans ce pays.
Risque politique	Risque associé à l'investissement et à l'exploitation dans un pays où les changements politiques peuvent avoir un impact négatif sur les bénéfices ou sur les rendements.
Risque souverain	Risque de défaut des pouvoirs publics d'un pays sur leurs engagements.
Risque total	Risque systématique ensemble avec le risque spécifique.
Senior (titre)	Titre qui a une priorité de remboursement plus élevée que les titres juniors.
Spread	Taux d'intérêt payé en plus du taux de référence des titres de créance.

Subordination	Ordre de priorité concernant le paiement des intérêts et du principal par tranches (senior, junior, etc.). Les tranches senior sont payées avant les tranches juniors.
Taux de change	Valeur de la monnaie d'un pays exprimée en monnaie d'un autre pays.
Taux d'intérêt	Charge ou rendement d'un actif ou d'une dette, exprimés en pourcentage du prix ou de la taille de l'actif ou de la dette. Le taux d'intérêt est généralement exprimé sur une base annuelle.
Tranche	Segment horizontal de la responsabilité assurée. Par exemple, la deuxième tranche de 100 000 R d'un passif de 500 000 R est la première tranche si le cédant conserve 100 000 R, mais elle est d'un niveau supérieur si le cédant conserve un montant moindre.

CERTAINES LIMITATIONS, CONDITIONS D'UTILISATION ET CLAUSES D'EXCLUSION DE RESPONSABILITÉ S'APPLIQUENT À TOUTES LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES PAR GCR. VEUILLEZ EN PRENDRE CONNAISSANCE EN SUIVANT LE LIEN : HTTP : //GCRRATINGS.COM. EN OUTRE, LES ÉCHELLES DE NOTATION ET LES DÉFINITIONS PEUVENT ÊTRE CONSULTÉS SUR LE SITE INTERNET PUBLIC DE GCR À L'ADRESSE WWW.GCRRATINGS.COM/RATING_INFORMATION. LES NOTES, CRITÈRES ET MÉTHODOLOGIES PUBLIÉS SONT DISPONIBLES À TOUT MOMENT SUR CE SITE. LE CODE DE BONNE CONDUITE, LES INFORMATIONS RELATIVES À LA CONFIDENTIALITÉ, AUX CONFLITS D'INTÉRÊTS, À LA CONFORMITÉ ET AUX AUTRES POLITIQUES ET PROCÉDURES PERTINENTES DE GCR SONT ÉGALEMENT DISPONIBLES SUR LEDIT SITE.

LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES ET LES OUVRAGES DE RECHERCHE PUBLIÉS PAR GCR SONT L'EXPRESSION DES OPINIONS DE L'AGENCE, À LA DATE D'ÉMISSION OU DE PUBLICATION, SUR LE RISQUE DE CRÉDIT FUTUR CONCERNANT DES ENTITÉS, LEURS ENGAGEMENTS DE CRÉDIT OU LEURS TITRES DE CRÉANCE OU TITRES ANALOGUES. GCR DÉFINIT LE RISQUE DE CRÉDIT COMME LE RISQUE D'UN POSSIBLE NON-RESPECT PAR UNE ENTITÉ DE SES ENGAGEMENTS CONTRACTUELS ET/OU FINANCIERS À LEUR ÉCHÉANCE. LES NOTATIONS DE CRÉDIT NE PRENNENT EN CONSIDÉRATION AUCUN AUTRE RISQUE, NOTAMMENT, LE RISQUE D'ESCROQUERIE, LE RISQUE DE LIQUIDITÉ, LE RISQUE DE MARCHÉ OU LE RISQUE DE VOLATILITÉ DES PRIX. LES NOTATIONS DE CRÉDIT ET LES OPINIONS FIGURANT DANS LES PUBLICATIONS DE GCR NE SONT PAS DES CONSTATATIONS DES FAITS ACTUELS OU PASSÉS. LES NOTATIONS DE CRÉDIT ET LES PUBLICATIONS DE L'AGENCE NE SONT PAS ET NE CONTIENNENT PAS DE CONSEILS EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT OU DE FINANCE, ELLES NE CONTIENNENT PAS ET NE SONT PAS DES RECOMMANDATIONS D'ACHAT, DE VENTE OU DE DÉTENTION DE TITRES PARTICULIERS. LES NOTATIONS DE CRÉDIT ASSIGNÉES PAR L'AGENCE AUSSI BIEN QUE SES PUBLICATIONS NE CONTIENNENT PAS D'OBSERVATIONS SUR LA PERTINENCE D'UN INVESTISSEMENT POUR UN INVESTISSEUR PARTICULIER. GCR ÉMET SES NOTATIONS DE CRÉDIT ET PUBLIE SES OUVRAGES EN ESPÉRANT ET EN CONSIDÉRANT QUE CHAQUE INVESTISSEUR PROCÉDERA À SES PROPRES ANALYSE ET ÉVALUATION DE CHAQUE TITRE DONT IL ENVISAGE L'ACHAT, LA DÉTENTION OU LA VENTE.

COPYRIGHT © 2019 PAR GCR. AUCUN CONTENU PUBLIÉ PAR GCR NE PEUT ÊTRE COPIÉ OU REPRODUIT AUTREMENT NI DIVULGUÉ, EN TOUT OU EN PARTIE, SOUS QUELQUE FORME OU MANIÈRE NI PAR QUELQUE MOYEN QUE CE SOIT, PAR QUI QUE CE SOIT, SANS AUTORISATION ÉCRITE PRÉALABLE DE L'AGENCE. Les notations de crédit sont sollicitées par ou pour le compte de l'émetteur de l'instrument pour lequel la note est émise, et GCR est rémunérée pour l'assignation de ses ratings. Les sources d'information utilisées dans le cadre de la préparation des notations figurent dans chaque rapport de notation de crédit et/ou notification de notation et comprennent les éléments suivants : les parties impliquées dans les notations et les données publiques. Toutes les informations utilisées dans le cadre de la préparation des notations sont obtenues par GCR à partir de sources légitimement considérées comme exactes et fiables. Bien que GCR mette constamment tout en œuvre pour s'assurer de la véracité des informations sur lesquelles elle s'appuie à un moment donné, l'agence n'offre aucune garantie quant à la justesse de ces données et ne pourrait en aucun cas être tenue responsable de l'exactitude de telles informations. GCR adopte toutes les mesures adéquates pour s'assurer du niveau de qualité suffisant des informations qu'elle utilise pour assigner une notation de crédit et du fait que de telles données soient obtenues à partir de sources que l'agence, agissant de manière appropriée, considère comme fiables, notamment, le cas échéant, de sources indépendantes. Cependant, GCR ne peut pas dans tous les cas procéder à une vérification ou validation indépendante des données reçues au cours du processus de la notation. En aucun cas GCR ne pourra être tenue responsable envers une personne physique ou morale pour (a) toute perte ou dommage subi par ladite personne physique ou morale causé par, résultant de ou lié à une erreur commise par l'agence, que ce soit par négligence (notamment par négligence grave) ou d'une autre manière, ou en raison de toute autre circonstance ou cas imprévu hors du contrôle de GCR ou de l'un de ses administrateurs, dirigeants, employés ou agents concernés par l'acquisition, la collecte, la compilation, l'analyse, l'interprétation, la communication, la publication ou la livraison de telles informations, ou pour (b) tous dommages directs, indirects, spéciaux, consécutifs, compensatoires ou accessoires de quelque nature que ce soit (notamment pour les pertes de profit) subis par ladite personne physique ou morale, du fait de l'utilisation ou de l'incapacité d'utiliser de telles informations. Les notations, l'analyse des états financiers, les projections et autres observations, le cas échéant, faisant partie des informations contenues dans chaque rapport de notation de crédit et/ou notification de notation sont, et doivent être interprétées uniquement comme des expressions d'opinion et non comme des constatations des faits ou des recommandations d'achat, de vente ou de détention de titres. Chaque utilisateur de données contenues dans chaque rapport de notation de crédit et/ou notification de notation est tenu de procéder à ses propres analyse et évaluation de chaque titre dont il envisage l'achat, la détention ou la vente. AUCUNE GARANTIE, EXPLICITE OU IMPLICITE, QUANT À L'EXACTITUDE, À L'OPPORTUNITÉ, À L'EXHAUSTIVITÉ, À LA QUALITÉ MARCHANDE OU À L'ADÉQUATION À TOUT OBJECTIF PARTICULIER DE TELLES NOTATIONS OU AUTRES OPINIONS OU INFORMATIONS N'EST DONNÉE OU FORMULÉE PAR GCR SOUS QUELQUE FORME OU DE QUELQUE MANIÈRE QUE CE SOIT.