

STANDARD
& POOR'S

Guide de la notation de crédit

Qu'est-ce
qu'une notation ?
Quel est son rôle ?

**COMPRENDRE
LES NOTATIONS**



L'origine des notes Standard & Poor's

L'origine de Standard & Poor's Ratings Services remonte à 1860, l'année où Henry Varnum Poor publia *L'Histoire des chemins de fer et des canaux aux Etats-Unis*.



Inquiet du peu d'informations dont disposaient les investisseurs pour apprécier la qualité de crédit de ces emprunteurs, il entreprit de rassembler et de publier des données sur les activités des entreprises. Depuis 1916, et en toute indépendance, Standard & Poor's diffuse des notes et fournit des analyses de risque de crédit aux investisseurs et aux autres acteurs du marché dans le monde entier.

Introduction

Lorsqu'ils achètent des titres obligataires, ou d'autres instruments de dette, les investisseurs ont à leur disposition de nombreux outils. La notation de crédit est l'un de ces outils d'aide à la décision en matière d'investissements. Mais de quoi s'agit-il ? A qui la notation s'adresse-t-elle ? En quoi est-elle utile pour les marchés financiers ?

Ce guide a été conçu pour tenter de répondre à ces questions. Il explique ce qu'est la notation, décrit comment Standard & Poor's élabore son opinion sur les émetteurs et les émissions de dette et comment les notes sont suivies et ajustées au fil du temps. Il présente également les méthodologies des agences de notation et les différents modèles économiques selon lesquelles elles fonctionnent.

On retiendra notamment que :

- > Les notes sont des opinions sur un risque de crédit relatif. Par exemple, une note CCC signifie un risque de défaut plus élevé qu'une note B.
- > La notation n'est pas un conseil, ni une recommandation d'acheter ou de vendre un titre de dette. La note n'est qu'un repère parmi d'autres, que les investisseurs peuvent prendre en compte dans leur processus de décision.
- > La notation n'est ni une mesure de la liquidité d'un titre de dette ni une indication de son prix sur le marché secondaire.
- > La notation est une mesure de la qualité de crédit d'un émetteur ou d'une émission. Elle n'est ni une garantie, ni une prédiction de cette qualité de crédit future.

Plus d'informations sur la notation de crédit sont disponibles sur les sites www.UnderstandingRatings.com ou www.AboutCreditRatings.com.

PAGE 3

QU'EST-CE QU'UNE NOTE ?

PAGE 5

POURQUOI LES NOTES SONT UTILES ?

PAGE 6

QUI UTILISE LES NOTES ?

**Les investisseurs, les intermédiaires, les émetteurs,
les institutions financières et commerciales**

PAGE 6

LES AGENCES DE NOTATION

PAGE 10

L'ÉCHELLE DES NOTES

De « AAA » à « D »

Catégorie d'investissement et catégorie dite « spéculative »

PAGE 11

LA NOTATION DES ÉMETTEURS ET DES ÉMISSIONS

PAGE 13

LA NOTATION DES PRODUITS STRUCTURÉS

PAGE 15

LE SUIVI DES NOTES

PAGE 15

POURQUOI LES NOTES SONT-ELLES MISES A JOUR ?

PAGE 16

COMMENT STANDARD & POOR'S DIFFUSE SES NOTES ?

Qu'est-ce qu'une note ?

Les notes de crédit sont des opinions sur le risque de crédit. Les notes Standard & Poor's expriment notre opinion sur la capacité et la volonté d'un émetteur (une entreprise, un État, une collectivité territoriale) de rembourser intégralement ses dettes financières à l'échéance prévue.

Les notes peuvent aussi exprimer la qualité de crédit d'une émission de dette émise par une entreprise ou une collectivité, et la probabilité relative que cette émission fasse défaut (c'est-à-dire qu'elle ne soit pas remboursée.)
Les notes sont attribuées par des agences

de notation spécialisées dans l'évaluation du risque de crédit. En plus des agences de notation internationales comme Standard & Poor's, il existe des agences de notation spécialisées sur des secteurs industriels ou des zones géographiques spécifiques.

Chaque agence applique sa propre méthodologie et sa propre échelle de notes pour mesurer la qualité de crédit. Les notes sont souvent exprimées par des lettres qui s'étagent, par exemple, de « AAA » à « D », indiquant l'opinion de l'agence quant au risque relatif de crédit.

Question d'opinion

Les notes de Standard & Poor's sont fondées sur l'analyse de professionnels expérimentés. Ils forment leurs opinions en évaluant et en interprétant les informations transmises par les emprunteurs, ainsi que celles d'autres sources dont ils disposent.

Contrairement à d'autres opinions, comme celles des médecins ou des avocats par exemple, les notes ne sont pas des pronostics ou des recommandations. Elles fournissent au contraire aux investisseurs et autres acteurs du marché une information sur le risque relatif de non-remboursement que présentent les émetteurs ou émissions notés par l'agence.

Nos notes et les opinions qu'elles reflètent sont diffusées largement et gratuitement dans le monde entier.

Qu'est-ce qu'une note ?

Les notes sont prospectives

Pour fonder son opinion, Standard & Poor's analyse les données récentes et historiques dont elle dispose mais aussi l'impact éventuel d'événements prévisibles.

Par exemple, lorsqu'elle attribue une note à une entreprise, l'agence prend en compte les variations attendues des cycles économiques susceptibles d'affecter sa qualité de crédit. Même si les notes prospectives attribuées par les agences peuvent servir d'outil d'aide à la prise de décision des investisseurs, elles ne garantissent pas pour autant que l'investissement sera remboursé en temps voulu ou qu'il ne fera pas l'objet d'un défaut de paiement.

La note n'évalue pas le bien-fondé d'un investissement

Bien que les investisseurs puissent les intégrer dans leurs processus de sélection, les notes n'ont pas vocation à se prononcer sur le bien-fondé d'un investissement. En d'autres termes, la note n'est pas une recommandation d'acheter, de conserver ou de vendre un titre. Elle ne mesure ni sa valeur ni l'opportunité de son achat.

Les notes ne concernent qu'un seul aspect de la décision d'investissement : la qualité de crédit, et dans certains cas également les niveaux de récupération que l'investisseur peut espérer en cas de défaut de l'émetteur. (Voir page 12 le paragraphe "la récupération en cas de défaut").

Pour évaluer le bien-fondé d'un investissement, il est nécessaire de prendre en compte d'autres éléments que le risque de crédit. Les investisseurs doivent ainsi également considérer la composition de leur portefeuille, leur stratégie d'investissement, l'échéance, leur tolérance au risque et comparer la valeur relative du titre par rapport à d'autres titres qu'ils pourraient sélectionner. Par analogie, lorsque l'on achète une voiture, la fiabilité du véhicule entre en ligne de compte mais n'est pas le seul critère qui motive l'achat.

La note n'est pas une mesure absolue de la probabilité de défaut

Nul ne peut prédire l'avenir et la notation ne prétend pas être une science exacte. C'est pourquoi nos notes ne sont pas destinées à garantir la qualité de crédit future ni à mesurer l'exacte probabilité qu'un émetteur ou une émission fassent défaut.

Il s'agit plutôt d'exprimer une opinion relative à la qualité de crédit d'un émetteur ou d'une émission sur une échelle allant de la plus solide à la plus fragile dans l'univers du risque de crédit.

Par exemple, en notant une émission "AA" l'agence de notation indique qu'elle considère sa qualité de crédit supérieure à celle d'une émission notée "BBB".

Pour autant, la note "AA" ne garantit pas que l'émission ne fera pas défaut, mais seulement que, à notre avis, la probabilité de défaut est moins élevée que pour une émission notée "BBB".

Pourquoi les notes sont-elles utiles ?

Les notes sont utiles car elles permettent aux entreprises, aux Etats et aux collectivités territoriales de se financer sur le marché des capitaux.

Plutôt que de souscrire un prêt auprès d'une banque, ces entités empruntent parfois directement auprès des investisseurs en émettant des titres (obligation ou autre titre de dette).

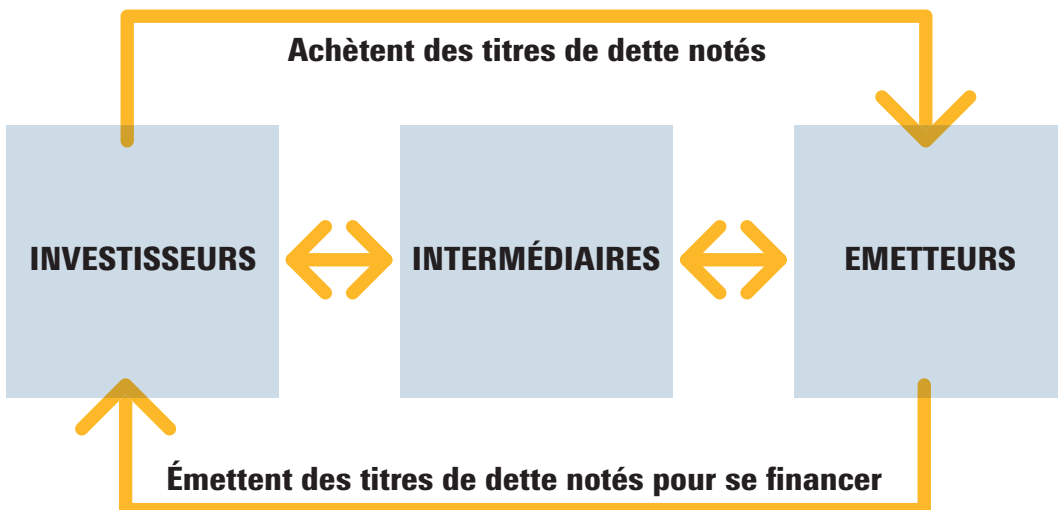
Les investisseurs achètent ces titres dans l'optique de recevoir en retour des intérêts, ainsi que le remboursement du principal, soit de manière périodique, soit à l'échéance finale de l'emprunt.

La notation de crédit peut faciliter le processus d'émission et d'achat de titres de dette car elle constitue depuis des décennies un indicateur efficace et largement reconnu du risque de crédit relatif.

Les investisseurs ou d'autres acteurs du marché peuvent avoir recours aux notes dans leur processus de sélection. Ils confrontent le risque de crédit relatif d'un émetteur ou d'une émission avec leurs propres critères d'achat ou de tolérance au risque.

Par exemple, un investisseur qui envisage l'achat d'une émission obligataire peut vérifier si la note correspond au niveau de risque de crédit qu'il est prêt à supporter. De même, les notes peuvent permettre à des entreprises de lever des fonds pour financer des projets d'expansion ou des programmes de Recherche & Développement, ou encore aider les collectivités à financer des projets publics.

Levée de fonds par le biais d'émissions de dette



Qui utilise les notes de crédit ?

Les investisseurs

Le plus souvent, les investisseurs utilisent la notation comme un outil technique dans la gestion de leur portefeuille, afin d'apprécier le risque de crédit de différents émetteurs ou émissions, et de les comparer entre eux.

Certains, par exemple, les utilisent dans le cadre du choix d'un placement, pour évaluer le risque de crédit d'un titre de dette en fonction du niveau de risque qu'ils sont prêts à prendre.

Les investisseurs institutionnels - tels que les gestionnaires de fonds, les banques ou les compagnies d'assurance - complètent souvent leurs propres analyses par celles des agences de notation.

Les investisseurs institutionnels utilisent également les notations pour se fixer des seuils d'exposition au risque de crédit et établir des critères de choix d'investissement.

Les notes peuvent être utilisées comme un indicateur de la qualité de crédit, mais les investisseurs doivent aussi prendre en compte plusieurs autres facteurs, notamment en effectuant leur propre analyse.

Les intermédiaires

Les banques d'investissement contribuent à diriger les capitaux des investisseurs vers les émetteurs. Elles peuvent utiliser les notations pour comparer le risque de crédit relatif entre différentes émissions. Elles s'en servent aussi lorsqu'elles déterminent le prix initial des emprunts obligataires dont elles assurent le placement et le taux d'intérêt qui sera payé par l'emprunteur.

Les banquiers d'investissement et les entités spécialisées dans la création d'émissions structurées peuvent consulter les critères des agences de notation lorsqu'ils réfléchissent à l'assemblage de plusieurs types ou tranches de dette.

Les banques d'investissement agissent parfois en tant qu'arrangeurs d'opérations de titrisation. Dans ce cadre, elles créent des entités spécifiques à chaque transaction. Ces entités ad-hoc émettent des titres adossés à différents types d'actifs (par exemple des prêts immobiliers ou des créances commerciales). Les titres émis sont ensuite commercialisés auprès des investisseurs.

Les agences de notation

Certaines agences de notation, notamment les plus grandes comme Standard & Poor's, sont des sociétés d'édition et d'information financière, spécialisées dans l'analyse du risque de crédit.

Elles élaborent et publient des notations utilisées par la communauté financière et les entreprises afin de tenir compte du

risque de crédit lors de décisions de placement ou de gestion. Notamment parce qu'elles ne participent pas (directement) aux opérations financières, les agences de notation sont considérées par les investisseurs et par les émetteurs comme des fournisseurs indépendants d'analyses impartiales sur le risque de crédit.

Les émetteurs

Pour les emprunteurs (entreprises, banques, Etats, collectivités territoriales, etc.), les notes sont un moyen de fournir à la communauté financière un avis indépendant sur leur solvabilité.

Les émetteurs de dette utilisent la notation pour informer de la qualité de crédit des emprunts qu'ils émettent et élargir ainsi le champ des investisseurs susceptibles d'acheter leurs titres.

La notation peut également les aider à prévoir le niveau des taux d'intérêt à offrir pour de nouvelles émissions. En général, plus la qualité de crédit d'un émetteur est forte, plus le taux d'intérêt qu'il aura à verser pour son emprunt sera faible. L'inverse est également vrai : un émetteur de solvabilité moindre offrira, en principe, une prime de risque supérieure aux investisseurs, en contrepartie d'une exposition à un risque de crédit plus élevé.

Les entreprises et institutions financières

Les entreprises et les institutions financières, particulièrement lorsqu'elles sont impliquées dans des opérations les exposant au risque de crédit, peuvent utiliser les notes pour évaluer le "risque de contrepartie", c'est-à-dire le risque qu'une des parties prenantes à l'opération ne remplisse pas ses engagements financiers.

Par exemple, une entreprise peut souhaiter évaluer le risque de contrepartie avant d'accorder un prêt à un client ou d'accepter un garant qui remboursera en cas de défaillance du débiteur.

L'évaluation du risque de contrepartie par une agence de notation peut donc aider les entreprises à analyser le degré de risque de crédit que présente une institution financière ayant souscrit certains engagements financiers, de même qu'à évaluer la viabilité de partenariats éventuels ou de toutes autres relations commerciales.

Les méthodes de notation

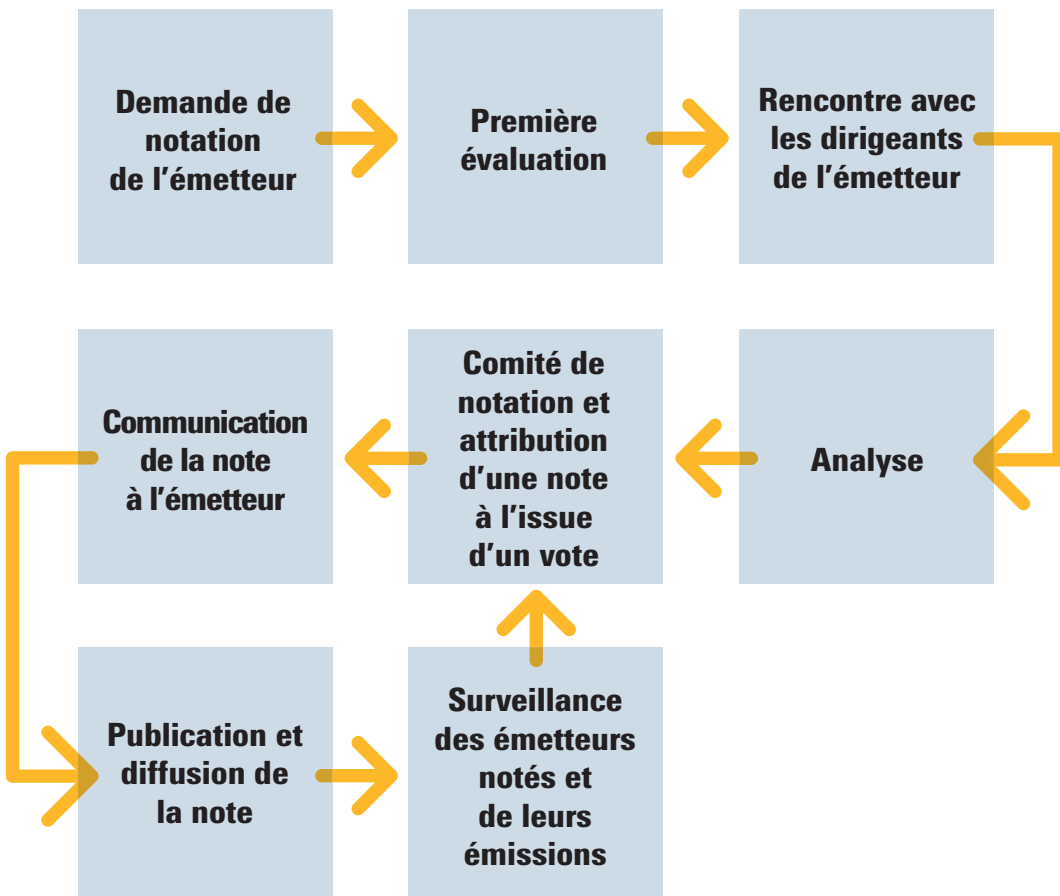
Pour se faire une opinion d'un risque de crédit, la plupart des agences ont principalement recours soit à des analystes, soit à des modèles mathématiques, soit à une combinaison des deux.

Les modèles mathématiques

Un petit nombre d'agences de notation de crédit privilégient presque exclusivement les données quantitatives qu'elles intègrent dans un modèle mathématique. Ainsi, une agence adoptant cette approche pour apprécier la qualité de crédit d'une banque ou d'une institution financière évaluera

Les agences de notation

Le processus de notation Standard & Poor's



la qualité des actifs, le financement et la rentabilité de cette entité essentiellement sur la base des données publiques figurant dans les états financiers et les publications officielles de l'émetteur

Les notations déterminées par des analystes

Dans ce modèle, l'agence désigne en général un analyste chargé de piloter,

en collaboration avec une équipe de spécialistes, l'appréciation de la qualité de crédit d'une entité. Dans la plupart des cas, les analystes se basent sur les informations publiques et sur celles recueillies lors des échanges réguliers avec l'émetteur. Ces données leur permettent d'apprécier la situation financière de l'entité, ses performances opérationnelles et sa stratégie de gestion des risques.

Comment les agences sont-elles rémunérées ?

Le plus souvent, les agences sont rémunérées soit par l'émetteur qui demande à être noté, soit par les abonnés à la recherche publiée par l'agence, c'est-à-dire les notes et les analyses explicatives.

Le modèle « émetteur payeur »

Les agences de notation qui optent pour ce modèle économique sont rémunérées par les émetteurs pour l'élaboration et le suivi de leur note. Au cours du processus, les agences peuvent recevoir des informations des émetteurs qui ne sont pas à la disposition du public et qu'elles peuvent utiliser dans leur analyse. Comme les honoraires de l'agence de notation ne dépendent pas uniquement de ses abonnements, elle peut publier gratuitement et largement ses notations auprès du public.

Le modèle « investisseur payeur »

Dans ce modèle, les agences de notation se rémunèrent auprès des investisseurs et de la communauté financière, qui paient un droit d'accès aux notes et à la recherche qu'elles publient.

Les détracteurs de ce modèle soulignent qu'il présente, comme le modèle « émetteur payeur », des risques de conflits d'intérêt, les investisseurs qui rémunèrent l'agence pouvant chercher à influencer l'opinion qu'elle émet.

Une autre critique faite à ce modèle économique est que les notes ne sont accessibles qu'aux abonnés de l'agence, ce qui avantage les grands investisseurs institutionnels au détriment des plus petits, notamment les particuliers. De plus, ce modèle économique limite les échanges avec les émetteurs. Or les informations fournies par les dirigeants peuvent se révéler particulièrement utiles compte tenu du caractère prospectif des notes. Les symboles utilisés par Standard & Poor's permettent d'exprimer la qualité de crédit de manière simple et efficace.

Les précautions à prendre dans le modèle « émetteur payeur »

Le modèle économique de Standard & Poor's est celui d'«émetteur payeur». Pour se préserver des risques de conflits d'intérêt, de nombreuses mesures de protection ont été mises en place.

Parmi elles, on relève la séparation stricte entre les équipes commerciales et celles en charge de l'analyse crédit. Cette organisation est comparable à celle des journaux.

La séparation entre les rédactions et les vendeurs d'espace publicitaire écarte le risque de reportages favorables aux sociétés leur apportant des recettes publicitaires. De plus, les analystes ne sont pas rémunérés en fonction des honoraires perçus par l'agence. Le niveau de la note est donc sans lien avec ces honoraires.

Autre exemple : les notations sont attribuées lors d'un comité regroupant des analystes spécialisés. Cette prise de décision collégiale constitue un autre moyen de prévention des conflits d'intérêt. Le rôle du comité est d'analyser les propositions de l'analyste en charge du dossier, de les mettre en perspective par rapport à d'autres notations et de contrôler le respect des méthodes de notation de l'agence.

L'échelle des notes

Les symboles utilisés par Standard & Poor's permettent d'exprimer la qualité de crédit de manière simple et efficace.

Son échelle de notation fournit des repères pour évaluer la qualité de crédit relative des émetteurs ou des émissions dans le monde entier.

Définition des notes

Catégorie Investissement	'AAA'	Note la plus haute sur l'échelle de Standard & Poor's. Aptitude extrêmement forte à remplir ses obligations financières
	'AA'	Aptitude très forte à remplir ses obligations financières
	'A'	Forte aptitude à remplir ses obligations financières mais une certaine sensibilité aux effets défavorables des changements de conditions économiques
	'BBB'	Aptitude suffisante à remplir ses obligations financières mais une sensibilité plus grande aux effets défavorables des changements de conditions économiques
Catégorie Spéculative	'BBB-'	Considérée comme la note la plus basse de la catégorie investissement par les acteurs du marché
	'BBB+'	Considérée comme la note la plus haute de la catégorie spéculative par les acteurs du marché
	'BB'	Peu vulnérable à court terme mais confronté à des incertitudes majeures et persistantes du fait de conditions économiques et financières défavorables
	'B'	Vulnérabilité accrue aux conditions économiques et financières défavorables mais aptitude à faire face à ses engagements dans l'immédiat
	'CCC'	Vulnérabilité dans l'immédiat. Aptitude à faire face à ses engagements dépendant de conditions économiques et financières favorables
	'CC'	Très grande vulnérabilité dans l'immédiat
	'C'	Procédure de mise en faillite ou assimilée engagée, mais sans interruption des engagements financiers
	'D'	Défaut de paiement des engagements financiers
Les notations de «AA» à «CCC» peuvent être complétées d'un plus (+) ou d'un moins (-) pour préciser leur position relative dans leurs catégories		

Les catégories investissement dites « spéculatives »

Historiquement, le terme « catégorie investissement » ou en anglais « investment grade » faisait référence aux titres de créance considérés par les régulateurs bancaires et les marchés comme des placements appropriés pour les institutions financières. Aujourd'hui, le terme est utilisé plus largement pour désigner les émetteurs et les emprunts dont la qualité de crédit est relativement élevée. A l'inverse, les titres de créance sont dans la catégorie dite « spéculative » ou « non-investissement » ou encore selon le terme anglais « High Yield »

lorsque l'émetteur est encore capable de rembourser mais fait face à des incertitudes importantes en raison de conditions économiques ou financières défavorables susceptibles d'affecter le risque de crédit. Les opérateurs de marché et les régulateurs considèrent généralement les émetteurs et les émissions affichant une note supérieure ou égale à « BBB - » sur l'échelle des notes à long terme de Standard & Poor's comme appartenant à la catégorie « investissement », tandis que ceux dont la note est en deçà de « BBB - » sont le plus souvent considérés comme appartenant à la catégorie « spéculative ».

Définitions des notes

La liste complète des notes Standard & Poor's et leurs définitions en anglais sont disponibles sur www.AboutCreditRatings.com en cliquant sur The ABC's of Standard & Poor's Rating Scales.

Les émetteurs et les émissions

Les agences de notation attribuent des notes aux émetteurs (entreprises ou collectivités, par exemple) mais aussi à des émissions (obligations, titres de créances etc.).

La notation des émetteurs

Dans le cadre de son analyse, Standard & Poor's évalue l'aptitude et la volonté de l'émetteur à honorer ses obligations financières conformément aux dispositions contractuelles.

Standard & Poor's passe en revue un large éventail de facteurs financiers et opérationnels susceptibles d'influer sur

la capacité de l'émetteur à rembourser sa dette en temps voulu. Les facteurs de risque considérés dépendent en partie de la nature de l'émetteur. Par exemple, outre les données financières, les indicateurs de performance, le contexte économique, réglementaire et géopolitique, la gouvernance et la position concurrentielle sont en général autant d'éléments à prendre en compte dans l'évaluation d'une entreprise. Pour noter un Etat ou une collectivité territoriale, on privilégiera notamment les risques politiques, la stabilité monétaire et le poids global de la dette.

La notation des émetteurs et des émissions

Pour les notes de catégorie élevée, Standard & Poor's étudie l'impact des variations attendues des cycles économiques, qu'ils soient propres au secteur ou à plus grande échelle. Les cycles peuvent varier en durée et dans leurs effets, et il est parfois difficile de prévoir avec précision leur impact sur la qualité du crédit. Pour les notes de catégorie dite « spéculative », qui présentent un risque et une volatilité plus élevés, Standard & Poor's intègre une plus grande sensibilité aux phases baissières des cycles économiques.

La notation d'une émission

En règle générale, pour noter un instrument de dette, par exemple une obligation émise par une entreprise ou une collectivité publique, Standard & Poor's utilise les informations fournies par l'émetteur ainsi que d'autres sources lui permettant d'apprécier la qualité de crédit de l'émission et la probabilité de défaut. Si l'obligation a été émise par une entreprise ou une collectivité, les agences commencent généralement par évaluer la solvabilité de l'émetteur avant d'analyser la qualité de crédit propre à l'emprunt émis.

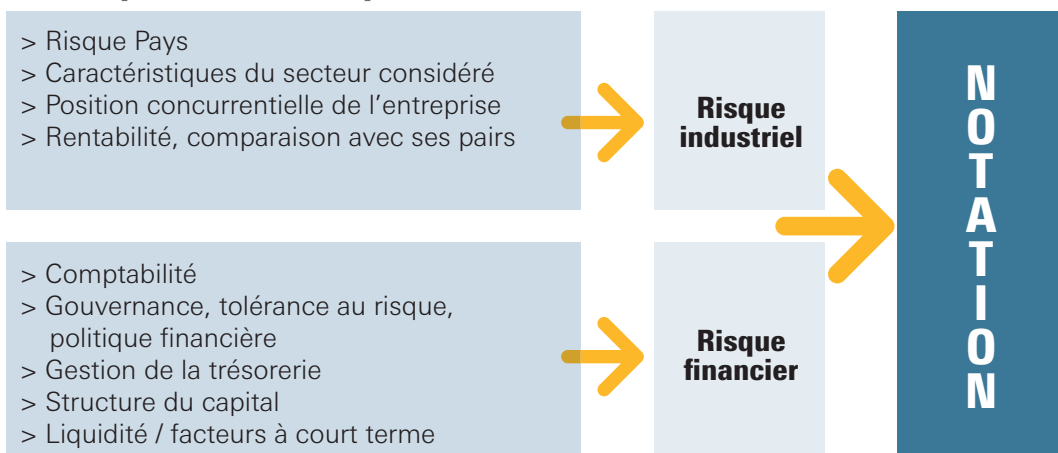
Les analystes évaluent notamment les éléments suivants :

- > les clauses contractuelles de l'instrument de dette et le cas échéant sa structure juridique ;
- > le rang de l'émission par rapport aux autres emprunts émis par l'émetteur et la priorité de remboursement en cas de défaut ;
- > l'existence de soutiens externes ou de structures de réhaussement de crédit comme des lettres de crédit, des garanties, des polices d'assurances et des sûretés. Ces mécanismes de protection peuvent constituer une sorte de « coussin » qui limite les risques de crédit propres à l'instrument de dette.

La récupération en cas de défaut

Les agences de notation peuvent aussi évaluer la probabilité que l'investisseur récupère les capitaux investis en cas de défaillance de l'émetteur. Certaines agences tiennent compte de la probabilité de récupération lors de la notation de la qualité de crédit de l'emprunt, en particulier s'il est noté dans la catégorie « spéculative ». Standard & Poor's, pour sa part, attribue des notes de récupération, « recovery rating », distinctes des notations spécifiques aux émissions.

Facteurs de risque Standard & Poor's pour une notation d'entreprise dite « corporate »



La notation des produits structurés

Un produit de financement structuré est un type particulier d'instrument de dette élaboré par le biais d'un processus appelé titrisation. Fondamentalement, la titrisation consiste à regrouper des actifs financiers, tels des crédits immobiliers ou automobiles, pour créer - ou "structurer" - des instruments de dette qui seront vendus à des investisseurs afin de financer l'achat de ces actifs.

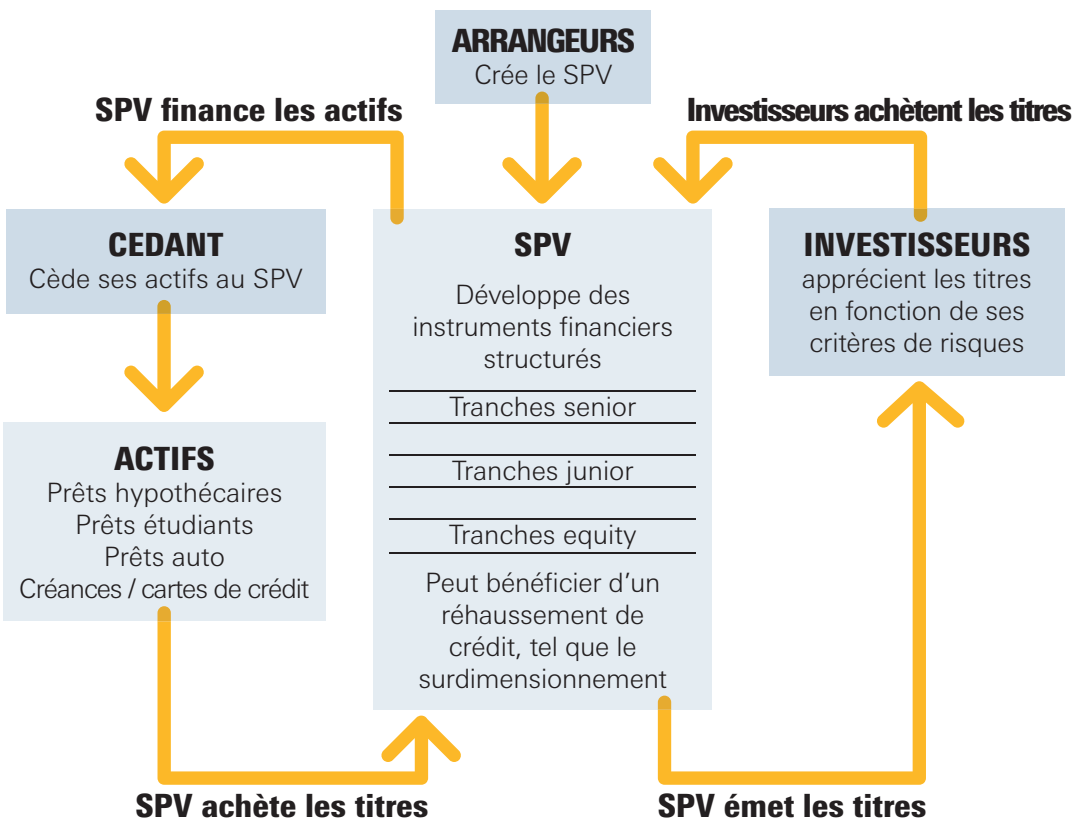
La conception d'instruments de financement structuré comme les titres adossés à des créances hypothécaires (RMBS), les titres adossés à des actifs (ABS) ou à des obligations (CDO) fait en général intervenir trois parties : un "originateur", un "arrangeur" et un "véhicule de titrisation",

c'est-à-dire une entité juridique ad hoc qui émet les titres (SPV ou Special Purpose Vehicle, également appelé Special Purpose Entity - SPE).

> **L'originateur, ou cédant** est en général une banque, un établissement prêteur ou un intermédiaire financier qui, soit prête aux particuliers ou à d'autres emprunteurs, soit rachète les crédits accordés par d'autres établissements.

> **L'arrangeur** peut aussi être l'originateur. Il s'agit généralement d'une banque d'investissement ou d'un autre prestataire de services financiers qui organise l'opération de titrisation des prêts sous-jacents de manière à produire des instruments de dette négociables.

Opérations de titrisation



La notation des produits structurés

> **Le véhicule de titrisation (SPV)**, souvent créé par l'arrangeur, est chargé de financer l'acquisition des actifs sous-jacents par le produit de la vente des titres de dette émis. Les investisseurs qui acquièrent ces titres sont remboursés par le biais des flux de liquidités générés par le remboursement des prêts sous-jacents ou par d'autres actifs détenus par le SPV.

Le "tranchage" désigne le processus consistant à scinder un ensemble de risques non différenciés en plusieurs classes d'obligations distinctes et présentant différents niveaux de séniorité et de risque. Les investisseurs qui achètent la tranche dite "senior" (elle regroupe généralement la dette présentant la meilleure qualité de crédit, c'est-à-dire le risque de non-paiement le plus faible, et verse le taux d'intérêt le plus faible) sont remboursés en priorité par les flux

financiers générés par les actifs sous-jacents. Les détenteurs de la tranche immédiatement inférieure, qui offre un taux d'intérêt légèrement plus élevé, sont servis en second, et ainsi de suite. Les investisseurs qui acquièrent les titres de la dernière tranche touchent potentiellement le revenu d'intérêt le plus élevé, mais s'exposent souvent aux risques les plus importants.

Pour forger son opinion sur un instrument structuré, Standard & Poor's évalue notamment les risques présentés par la structure juridique et la qualité de crédit des actifs détenus par le SPV. Standard & Poor's tient également compte des flux de liquidités attendus de ces actifs sous-jacents ainsi que des mécanismes dits « de rehaussement de crédit » que peut comporter la structure et qui offrent une protection en cas de défaillance.

Comment anticiper un changement de note ?

Perspective et mise sous surveillance

La perspective (Outlook) exprime l'orientation la plus probable d'une évolution de note si celle-ci intervenait dans les 6 à 24 mois. Si Standard & Poors n'envisage pas de modifier la note, la perspective sera « stable ». S'il est possible que la note soit modifiée dans ce délai, la perspective indiquera la tendance probable de cet éventuel ajustement : « positive », « négative » ou, plus rarement, « en développement » (developping) en cas de circonstances exceptionnelles pouvant conduire à une hausse ou à une baisse de note. La mise sous surveillance d'une note (CreditWatch) indique la possibilité qu'elle soit modifiée prochainement en raison de circonstances ou d'événements particuliers. Le délai habituel est de 90 jours, après quoi la surveillance est soit prorogée, soit levée par la confirmation ou la modification de la note concernée.

Les évolutions possibles de la note à la hausse ou à la baisse et leurs motivations sont rendues publiques et diffusées au niveau mondial. La révision d'une perspective ou la mise sous surveillance d'une note ne signifient pas que le changement de note est inéluctable.

Lorsque Standard & Poor's dispose de toutes les informations nécessaires, la note peut être relevée ou abaissée sans délai, de manière à faire part immédiatement au marché de notre opinion actualisée.

Le suivi des notes

Les agences suivent de près les événements susceptibles de modifier le risque de crédit d'un émetteur ou d'un emprunt noté.

Pour Standard & Poor's, l'objectif est de maintenir la pertinence de son évaluation en identifiant les éléments pouvant affecter les notes à la hausse ou à la baisse. Le suivi porte sur de nombreux facteurs, tels que le climat des affaires, celui des marchés financiers, les nouvelles technologies ou l'évolution de la position concurrentielle qui peuvent affecter les prévisions de l'émetteur, ou encore les performances de l'entreprise ainsi que les changements réglementaires.

La fréquence et l'étendue du suivi varient le plus souvent selon les caractéristiques de risque propres à l'entité ou l'instrument de dette noté, ou à la catégorie

d'émetteurs ou de titres considérés. Pour une entreprise par exemple, Standard & Poor's organise des rencontres périodiques avec les dirigeants pour leur donner l'occasion :

- > d'informer les analystes de tout changement dans les projets de la société, et de discuter des évolutions susceptibles de modifier les hypothèses actuelles en matière de risque de crédit.
- > d'identifier tout autre facteur ou hypothèse de nature à modifier l'opinion de l'agence sur la qualité de crédit de l'émetteur.

Les conclusions de ce suivi peuvent nous amener à réajuster la note d'un émetteur ou d'un titre pour signaler qu'à notre avis le risque crédit relatif est accru ou réduit.

Pourquoi les notes sont-elles mises à jour ?

Les notations peuvent être révisées pour différents motifs, qu'il s'agisse d'évolutions générales d'ordre économique ou au contraire d'événements ponctuels concernant un secteur spécifique ou un émetteur ou une émission en particulier.

Certaines évolutions du climat des affaires peuvent toucher un large éventail d'émetteurs et de titres. Par exemple, l'arrivée de nouveaux concurrents ou d'une nouvelle technologie, au-delà de ce qui avait pu être prévu et reflété dans la note, peuvent affecter les résultats d'une société et conduire à terme à un abaissement de sa notation, voire à plusieurs successivement.

Dans d'autres cas, la variation du niveau d'endettement, des dépenses d'investissement ou de la réglementation en vigueur peut être à l'origine d'une modification de la note.

Certains facteurs de risques - comme un taux d'inflation modifiant les taux d'intérêt et le coût du capital - ont un impact général. D'autres peuvent ne concerner qu'un petit nombre d'émetteurs et d'émissions. Par exemple, la capacité de remboursement d'un Etat ou d'une collectivité peut être affectée par des évolutions démographiques ou par des variations du niveau des recettes fiscales.

Pourquoi changer les notes ?

La révision d'une note peut avoir un effet sur la perception qu'a le marché d'un émetteur ou d'un titre de dette donné. S'ils se combinent à d'autres facteurs ou indicateurs, l'abaissement ou le relèvement d'une note peut contribuer à la variation du cours d'un titre.

Toutefois, les prix de marché fluctuent en permanence en fonction des conclusions que les investisseurs tirent eux-mêmes de l'évolution de la qualité de crédit et de l'attractivité d'un titre. En effet, même si les changements de note peuvent modifier la perception des investisseurs, il faut rappeler que les notes ne sont qu'un des paramètres à prendre en compte dans l'évaluation des instruments de dette.

Les statistiques sur l'évolution des notes et les défauts

Standard & Poor's mesure la pertinence de ses notations de crédit a posteriori,

par l'étude des taux de défaillance et des variations des notes à la hausse et à la baisse au cours du temps. Ces études servent à affiner et à faire évoluer les méthodes d'analyse. Dans la mesure où les statistiques de transition démontrent la stabilité et la volatilité relatives des notations, elles peuvent aussi être utiles aux investisseurs et aux professionnels du crédit. Certains investisseurs ont par exemple pour consigne de n'acquérir que des titres bénéficiant d'une note élevée et cherchent des informations sur la stabilité ou la volatilité relatives des notations. Dans le cadre de leurs recherches, ils peuvent consulter ces études qui fournissent un historique des défauts et des variations de notes.

Nos études de défaillance et de transition des notes sont également rendues publiques, notamment par le biais de nos sites web et d'une large diffusion aux médias.

Comment Standard & Poor's diffuse ses notes

Les notes, de même que les analyses et la méthodologie utilisée par Standard & Poor's pour les élaborer sont disponibles de plusieurs manières :

- > Via les communiqués de presse
- > En consultant les Sites Web
 - www.standardandpoors.com
 - www.ratingsdirect.com
 - www.AboutCreditRatings.com
 - www.UnderstandingRatings.com
- > Via les Podcasts (www.podcasts.standardandpoors.com)
- > Au travers de nos Newsletters (CreditMatters Today www.standardandpoors.com/getcmt)
- > En contactant le Service Client de Standard & Poor's
 - Email: research_request@standardandpoors.com
- > En assistant aux conférences organisées par Standard & Poor's
- > Lors d'événements extérieurs au cours desquels des représentants de Standard & Poor's interviennent.

Si vous avez des questions sur ce guide et si vous souhaitez recevoir d'autres exemplaires, n'hésitez pas à contacter notre service client par e-mail à l'adresse suivante : Paris@sandp.com ou par téléphone : +33 (0)1 44 20 66 50.

Standard & Poor's remercie Lightbulb Press pour sa collaboration dans la rédaction de ce guide de la notation de crédit.

Copyright © 2010 by Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P), filiale de The McGraw-Hill Companies, Inc. Tous droits réservés.

Aucun contenu (y compris les notations, l'analyse de crédit qui s'y rapporte ainsi que les données, modèles, logiciels et autres applications ou résultats qui en découlent) ou partie de contenu (le Contenu) ne peut être modifié, désassemblé, reproduit ou distribué sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, ou stocké dans une base de données ou un système d'extraction, sans autorisation écrite préalable de S&P. Toute utilisation du Contenu à des fins non autorisées ou illégales est proscrite. Ni S&P, ni les entités qui lui sont affiliées ou ses fournisseurs, ni encore leurs dirigeants sociaux, préposés, actionnaires ou mandataires (collectivement les Parties S&P) n'accordent aucune garantie quant à l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualité ou la disponibilité du Contenu. Les Parties S&P ne sont pas responsables d'éventuelles erreurs ou omissions, quelle qu'en soit la cause, des résultats découlant de l'utilisation du Contenu ou de la sécurité ou la maintenance des données incluses par l'utilisateur. Le Contenu est fourni en l'état. LES PARTIES S&P N'ACCORDENT AUCUNE GARANTIE D'AUCUNE SORTE, EXPRESSE OU IMPLICITE, NOTAMMENT MAIS NON EXCLUSIVEMENT TOUTE GARANTIE CONCERNANT LA COMMERCIALITE, L'ADÉQUATION A UNE FIN OU A UN USAGE DONNE, L'ABSENCE D'ERREUR OU DE DEFAULT INFORMATIQUE, LE FONCTIONNEMENT ININTERROMPU DU CONTENU OU SA COMPATIBILITE AVEC TOUT LOGICIEL OU MATERIEL INFORMATIQUE. Les Parties S&P ne pourront en aucun cas être tenues responsables de quelque dommages, coûts, dépenses, frais juridiques ou pertes directs, indirects, accessoires, exemplaires, forfaitaires, punitifs, particuliers ou consécutifs que ce soit (notamment, mais non exclusivement, toute perte de revenu ou de gain et tout coût d'opportunité) liés à l'utilisation du Contenu, et ceci même si elles ont été informées de l'éventualité de tels dommages.

Les analyses relatives au crédit, y compris les notations, ainsi que les déclarations incluses dans le Contenu, sont l'expression d'une opinion à la date à laquelle elles sont formulées et ne doivent en aucun cas être considérées comme une information factuelle ou une recommandation d'acheter, conserver ou vendre de quelconques titres ou de prendre une quelconque décision d'investissement. S&P n'a aucune obligation de mettre à jour le Contenu après publication sous quelque forme que ce soit. Le Contenu ne doit pas être le fondement d'une décision d'investissement ou commerciale et n'est pas destiné à remplacer les compétences, le jugement et l'expérience de l'utilisateur, ses dirigeants, préposés, conseillers et/ou clients à cet égard. Les opinions et analyses de S&P ne se prononcent pas sur le caractère approprié d'un titre financier. S&P n'intervient pas en qualité de fiduciaire ou de conseiller en investissement. S&P utilise des informations en provenance de sources qu'il estime fiables mais ne conduit toutefois aucun audit, ne procède à aucune vérification indépendante à l'égard de ces informations et ne contracte aucune obligation à ce titre.

Certaines activités de S&P sont conduites au sein d'unités séparées afin de préserver l'indépendance et l'objectivité de leurs activités respectives. De ce fait, certaines unités de S&P peuvent disposer d'informations qui ne sont pas accessibles à d'autres. S&P a mis en place des politiques et des procédures visant à préserver la confidentialité de certaines informations non publiques obtenues au cours de chaque processus de notation.

S&P peut être rémunéré pour ses notations et certaines analyses relatives au crédit. Cette rémunération est en principe payée par l'émetteur des titres, par les établissements souscripteurs ou par les débiteurs des obligations notées. S&P se réserve le droit de publier ses opinions et analyses.

Les notes et analyses publiques de S&P sont disponibles sur son site Web www.standardandpoors.com (gratuitement), ainsi que sur www.ratingsdirect.com et www.globalcreditportal.com (sur abonnement), et peuvent être diffusées par d'autres moyens, y compris par des publications S&P et par l'intermédiaire de redistributeurs tiers. Des informations complémentaires concernant les tarifs de nos notations peuvent être consultées sur www.standardandpoors.com/usratingsfees.

COMPRENDRE LES NOTATIONS

www.AboutCreditRatings.com