



**CRITERES DE NOTATION
DES HOLDINGS D'INVESTISSEMENT**

Table des matières

Champ d'application des présents critères.....	3
Résumé des changements apportés aux critères.....	3
Aperçu du canevas de notation.....	3
Composante 1 : Environnement opérationnel.....	5
Composante 1, Facteur A : Score de risque pays	5
Composante 1, Facteur B : Score de risque sectoriel des holdings d'investissement	5
Composante 2 : Profil d'entreprise	5
Composante 2, Facteur A : Position et historique en matière d'investissement	5
Composante 2, Facteur A1 : Taille et diversification.....	6
Composante 2, Facteur A2 : Qualité du portefeuille de titres.....	7
Composante 2, Facteur A3 : Historique en matière d'investissement	7
Composante 2, Facteur B : Management et gouvernance	8
Composante 3 : Profil financier	8
Composante 3, Facteur A : Effet de levier et flux de trésorerie	8
Composante 3, Facteur B : Liquidité	10
Composante 4 : Soutien externe et comparaison avec les pairs.....	12
Composante 4, Facteur A : Soutien du groupe	12
Composante 4, Facteur B : Soutien des pouvoirs publics.....	12
Composante 4, Facteur C : Comparaison avec les pairs.....	12
Facteurs d'ajustement final de la notation.....	13
Facteur d'ajustement de la notation 1 : Notation(s) des émissions	13

Champs d'application des présents critères

1. Les *Critères de notation des holdings d'investissement* (Critères de notation des IHC) ne s'appliquent que lorsque l'entité notée est une société de holding qui détient des participations dans des sociétés exploitantes qui fonctionnent généralement comme des entreprises autonomes, expressément avec l'objectif de générer une plus-value de capital et/ou des flux de dividendes à moyen et à long terme en gérant et, ultérieurement, en vendant des actifs et en réinvestissant les bénéfices dans de nouvelles entreprises. Typiquement, une holding d'investissement (IHC) n'intervient qu'en matière de management stratégique et non opérationnel vis-à-vis des sociétés détenues. Par ailleurs, contrairement aux sociétés de gestion ou à d'autres sociétés d'investissement régulées, les IHC n'administrent pas les fonds pour compte de tiers moyennant une commission.
2. Les conglomérats sont exclus du champ d'application des Critères de notation des IHC, leur notation s'effectue suivant la section Classification au sein du groupe et soutien du groupe des *Critères relatifs au canevas de notation de GCR*. L'agence définit les conglomérats comme des sociétés de holding qui détiennent généralement des participations majoritaires dans un large éventail d'entités exploitantes non consolidées opérant dans plusieurs secteurs et dans le cadre desquelles la vente des actifs ne fait pas partie de la stratégie des propriétaires ultimes à moyen et à long terme. Les actionnaires peuvent intervenir plus activement dans la gestion opérationnelle de leurs filiales, notamment en ce qui concerne le financement et les services partagés.
3. Sont également exclues du champ d'application les sociétés de holding (non)exploitantes se trouvant au sommet des groupes d'entreprises/groupes financiers homogènes/intégrés sur le plan opérationnel pour des motifs d'ordre légal, réglementaire, fiscal ou pour des raisons de contrôle. L'assignation des notations à ces entités s'effectue suivant les critères spécifiques au secteur (i.e. suivant les critères de notation des institutions financières, des entreprises d'assurance ou des entreprises industrielles et commerciales).

Résumé des changements apportés aux critères

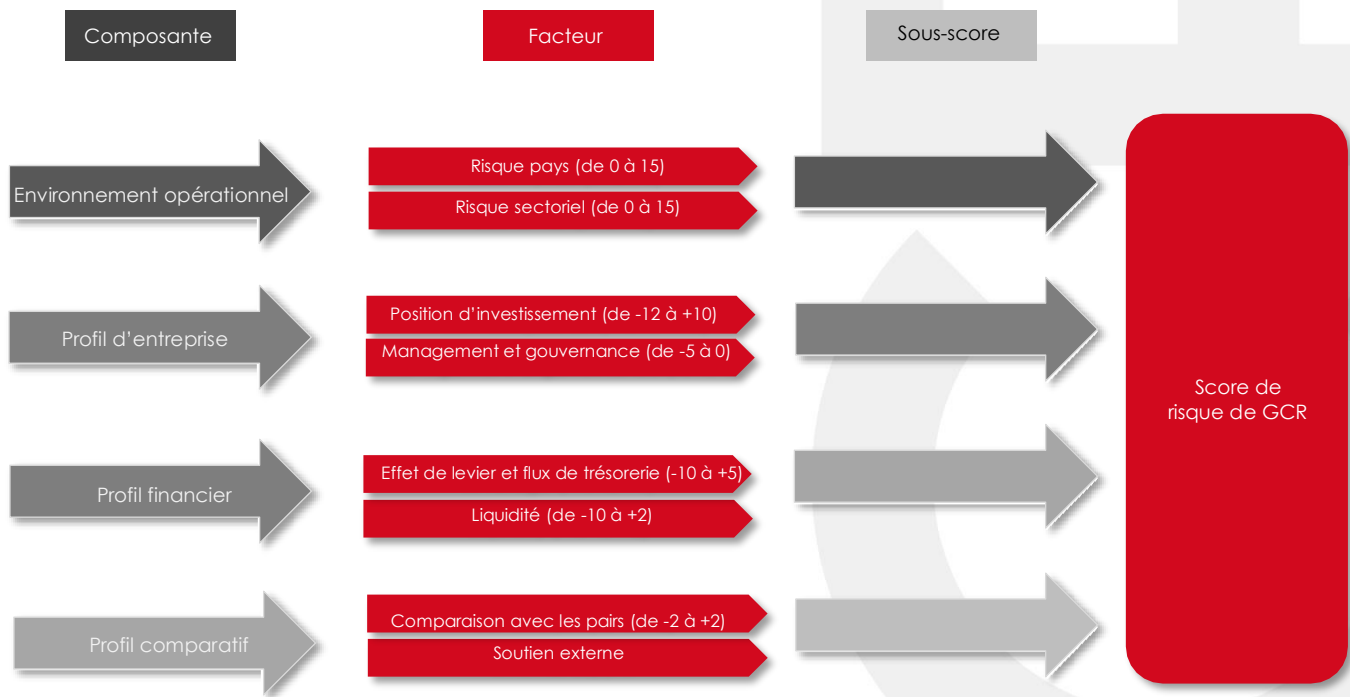
4. Les critères de notation des IHC reflètent une nouvelle approche d'analyse et de notation des IHC. Jusqu'à présent, dans le cadre de l'examen des IHC, GCR utilisait une partie de la méthodologie relative à la notation des entreprises industrielles et commerciales.
5. L'agence a aligné les critères de notation des IHC sur le canevas de notation de GCR élargi, notamment en ce qui concerne les critères relatifs au risque pays, à la classification au sein du groupe et au soutien du groupe, ainsi qu'au management et à la gouvernance. GCR a également adopté une approche qui s'appuie davantage sur l'analyse des ratios en ce qui concerne l'évaluation de l'effet de levier et des flux de trésorerie. Comme dans le cas des autres critères applicables par GCR, les facteurs qualitatifs sont largement utilisés lors de l'évaluation quantitative.

Aperçu du canevas de notation

6. Afin d'améliorer la comparabilité et la transparence des ratings, GCR a mis en place un canevas de notation (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 de connaître en détail chacun des principaux éléments déterminants de notation et, en définitive, de savoir quels facteurs sont susceptibles de changer les notes dans l'avenir.
7. 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 Évaluation de crédit d'ancrage (ACE) et par la suite, à l'aide des facteurs d'ajustement final, en notations des émissions(émetteurs) de crédit. Par ailleurs, il convient de préciser que bien que les scores indiqués ci-dessous soient généralement représentés par des nombres entiers (0, 1, 2, etc.), GCR peut utiliser des nombres décimaux avec un cinq après la virgule (par exemple, 0,5 ; 1,5 ; 2,5) ou ceux dont la partie décimale est multiple de vingt-cinq (par exemple, 0,25 ; 1,75).

8. Afin d'appréhender les critères suivants, l'agence recommande de lire conjointement le document *Critères relatifs au canevas de notation de GCR* qui offre une vue plus détaillée du Risque pays, de la Classification au sein du groupe et du soutien du groupe, du Management et de la gouvernance et de l'Évaluateur de crédit d'ancrage (qui aide à traduire le Score de risque de GCR en notations sur l'échelle internationale et nationale), ainsi que l'opuscule *Échelles de notation, symboles et définitions de GCR*.
9. La manière dont ces concepts clés de notation 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-dessous.

Figure 1: Diagramme du canevas de notation de GCR applicable aux holdings d'investissement



Composante 1 : Environnement opérationnel

10. Le concept du canevas de notation de GCR trouve ses racines dans l'idée de l'agence selon laquelle l'environnement opérationnel d'une entité détermine sa qualité de crédit. Par conséquent, l'analyse de l'environnement opérationnel ancre le score de risque sous-jacent suivant la méthodologie de notation de GCR. En substance, l'agence fait combiner des éléments d'analyse par pays et par secteur, pondérés en fonction des pays le cas échéant, pour fixer l'IHC dans ses conditions d'exploitation.
11. Même si dans le cas des holdings d'investissement le lien direct avec le risque pays peut sembler ne pas aussi évident qu'en ce qui concerne les institutions financières (par exemple), GCR persiste à considérer que la richesse des ménages et l'environnement politique/commercial sont des paramètres essentiels dans le cadre de l'évaluation de la qualité de crédit d'une IHC.

(de 0 à 30 :
30 étant le meilleur score)

Environnement opérationnel (de 0 à 30)

Facteur A : Risque pays (de 0 à 15)

- PIB par habitant
- Indicateurs de gouvernance de la Banque mondiale
- FEM

Facteur B : Risque sectoriel (de 0 à 15)

- Mix de sociétés détenues réparties par secteurs

Composante 1, Facteur A : Score de risque pays

12. Le score est calculé sur une échelle de 0 (le plus faible) à 15 (le plus élevé). GCR établit la moyenne pondérée de la capitalisation boursière, de la valeur d'inventaire, de l'EBITDA, des recettes ou des actifs (i.e. des investissements corporels) des principales entreprises détenues par zone géographique, en fonction de ce que l'agence considère le plus approprié, conformément à la méthodologie relative à la dérivation du score de risque pays explicitée dans les critères du risque pays. Consultez les critères généraux du risque pays publiés sur le site gcratings.com/criteria.

(de 0 à 15 :
15 étant le meilleur score)

Composante 1, Facteur B : Score de risque sectoriel des holdings d'investissement

13. Le score est calculé sur une échelle de 0 (le plus faible) à 15 (le plus élevé). Le score de risque sectoriel des IHC reflète le score de risque sectoriel moyen pondéré des entreprises détenues significatives, conformément à l'échelle/méthodologie relative à l'évaluation du risque sectoriel mentionnée dans les critères spécifiques au secteur (i.e. les critères de notation des institutions financières, des entreprises d'assurance ou des entreprises industrielles et commerciales, par exemple). Habituellement, GCR fait combiner les scores sectoriels en fonction de ce qu'elle considère approprié.

(de 0 à 15 :
15 étant le meilleur score)

Composante 2 : Profil d'entreprise

14. Dans le cadre de l'étude du profil d'entreprise, en alignant les critères de notation des IHC sur le canevas d'évaluation du risque de GCR élargi, nous analysons la position et l'historique en matière d'investissement, ainsi que le management et la gouvernance de la holding d'investissement. L'évaluation du profil d'entreprise s'appuie sur une combinaison de facteurs quantitatifs et qualitatifs. Le score maximal est égal à dix (+10), nombre positif, tandis que le score minimal est égal à -17, nombre négatif. La valeur exagérément faible du scoring reflète le risque qu'une grande faiblesse d'investissement peut représenter dans le cas d'une IHC.

(de -17 à +10 :
+10 étant le meilleur score)

Profil d'entreprise

• Position d'investissement (-12 to +10)

- Taille et diversification (de -5 à +4)
- Qualité du portefeuille de titres (de -5 à +4)
- Historique en matière d'investissement (de -2 à +2)

• Management et gouvernance (de -5 à 0)

Composante 2, Facteur A : Position et historique en matière d'investissement

15. GCR estime que la taille, la diversification et la qualité du portefeuille de titres illustrent le mieux les avantages concurrentiels et la capacité de générer des bénéfices d'une holding d'investissement. Aussi l'agence procède-t-elle à l'évaluation de ces facteurs et établit le score initial. GCR peut également effectuer un ajustement pour tenir compte des antécédents en matière d'investissement de l'IHC afin de différencier les entreprises ayant démontré une forte capacité à contribuer continuellement à la croissance ou à sélectionner des sociétés qui réussissent.

16. GCR utilise le Tableau 1 en tant que guide de classement de l'IHC en fonction de sa taille et de sa diversification. Le score maximal est égal à quatre (+4), nombre positif, tandis que le score minimal est égal à -5, nombre négatif. L'agence estime que les IHC de grande envergure, qu'elles ont atteinte grâce à une forte diversification sectorielle et géographique, sont moins exposées au stress ou à la volatilité. Par conséquent, en premier lieu, GCR classe les IHC en fonction du montant nominal observable de leurs portefeuilles de titres (en s'appuyant sur la capitalisation boursière en ce qui concerne les entités cotées et sur les marges de sécurité définies en interne dans le cas des titres non cotés), et procède à des ajustements liés à la concentration sectorielle, géographique et relative à un investissement unique. Indépendamment de la taille, le niveau significatif de concentration ramène le score à des niveaux faible/le plus faible.

Tableau 1 : Taille et diversification

Catégorie de score	Score	Caractéristiques typiques*
Le plus élevé	de 3 à 4	En règle générale, la valeur du portefeuille est supérieure à 5 000 000 000 USD. Bonne diversification géographique, aucune juridiction ne contribuant à plus de 33 % du total des investissements. Bonne diversification sectorielle, aucune branche d'activité ne contribuant à plus de 33 % du portefeuille de titres. Les trois placements les plus importants représentent moins de 30 % du portefeuille.
Élevé	de 1 à 2	En règle générale, la valeur du portefeuille est supérieure à 1 000 000 000 USD. Il s'agit d'une IHC diversifiée sur le plan géographique, aucune juridiction ne contribuant à plus de 50 % du total des investissements. Bonne diversification sectorielle, aucune branche d'activité ne contribuant à plus de 50 % du portefeuille de titres. Les trois placements les plus importants représentent moins de 40 % du portefeuille.
Intermédiaire	de -1 à +1	En règle générale, il s'agit d'une IHC concentrée sur le plan géographique ou à juridiction unique, avec une bonne diversification sectorielle, aucune branche d'activité ne contribuant à plus de 50 % du portefeuille de titres. Les trois placements les plus importants représentent moins de 50 % du portefeuille.
Faible	de -4 à -2	Typiquement, il s'agit d'une IHC concentrée sur le plan géographique ou à juridiction unique, avec un certain niveau de concentration sectorielle, mais aucune branche d'activité ne contribue à plus de 75 % du portefeuille de titres. Les trois placements les plus importants représentent moins de 75 % du portefeuille.
Le plus faible	-5 ou plus faible	Il s'agit d'une IHC caractérisée par une franchise faible (pouvant compter parmi les entreprises détenues des start-ups qui n'ont pas encore atteint les positions concurrentielles ciblées/le seuil de rentabilité), par une forte proportion d'entités défaillantes, en défaut ou proches du défaut.

* Les caractéristiques typiques correspondant au résultat d'évaluation élevé, intermédiaire et faible (etc.) sont mises en évidence dans les cases ci-dessus et s'utilisent conjointement avec l'ancrage à l'environnement opérationnel et en relation avec les marchés sur lesquels opère l'émetteur. Il est probable qu'une entité présente une ou plusieurs caractéristiques mentionnées dans différentes cases. GCR laisse la latitude aux analystes de décider quels sont les facteurs les plus pertinents pour chaque entité notée. Cependant, pour obtenir un score élevé, l'entité est censée avoir cumulé un certain nombre de points forts. À l'inverse, tout risque peut ramener le score à des niveaux faibles.

Composante 2, Facteur A2 : Qualité du portefeuille de titres

(de -5 à +4 : +4 étant le meilleur score)

17. GCR évalue la qualité du portefeuille de titres d'une IHC afin d'apprécier si potentiellement l'entreprise est capable de vendre ses actifs ou si elle doit compter sur la stabilité des flux partagés pour rembourser la dette/assurer le service de la dette. Au cours de l'analyse sont évaluées les qualités relatives par comparaison du score de risque combiné lié aux investissements avec le score de risque combiné de l'environnement opérationnel (risque pays + risque sectoriel) du portefeuille.
18. GCR utilise deux méthodes d'appréciation de la qualité du portefeuille de titres. En premier lieu, l'agence tente d'attribuer un score de risque de GCR aux entreprises détenues sous-jacentes. Cependant, cela n'est généralement possible que lorsque l'entité contribue de manière significative au portefeuille de titres de l'IHC, et lorsque l'agence dispose des notations publiques de l'émetteur de crédit ou peut s'appuyer sur des informations publiques pour assigner des évaluations de crédit fiables aux sociétés détenues importantes.
19. Lorsque la taille de l'entité détenue est trop modeste ou si les informations sont insuffisantes pour permettre d'établir une évaluation de crédit, GCR émet des hypothèses prudentes sur la qualité des investissements. Typiquement, plus la quantité et la qualité des informations sont faibles, plus prudentes sont les hypothèses.
20. En règle générale, nous prévoyons de nous laisser guider par les considérations indiquées ci-dessous dans les situations où nous ne pouvons pas attribuer un score de risque formel aux entreprises détenues :
21. Si la holding d'investissement est une entreprise mature qui paie régulièrement les dividendes, non concernée par un flux d'informations négatives et si son effet de levier minimal est notoire, GCR considère que le score de risque maximal de la société est équivalent à une ACE de la catégorie « bb » sur l'échelle nationale pour la juridiction de son domicile.
22. Si l'investissement est une start-up sans antécédents en matière de génération des bénéficiaires, concernée par un flux d'informations médiocres ou dont l'effet de levier est élevé, le score de risque de l'entité sera généralement plafonné à la notation équivalente à une ACE de la catégorie « b » sur l'échelle nationale pour le pays hôte de la société détenue.
23. Nous pouvons choisir les équivalents du score de risque de l'ACE parmi les notations allant de b- à bb+ sur l'échelle nationale, en fonction de la quantité de données concernant la société détenue dont nous disposons.
24. Si le score de risque pays du pays hôte est supérieur à 10 ou si la juridiction n'est pas notée, nous pouvons nous servir de l'équivalent du score de risque attribué sur l'échelle internationale.
25. Le score relatif à un investissement en situation de défaut ou liquidé ne sera jamais supérieur à 1.
26. Après avoir estimé le score de risque de chaque investissement, GCR le compare avec le score de son environnement opérationnel (risque pays + risque sectoriel) et obtient le résultat. Par exemple, si le score de risque de l'investissement est inférieur à celui de l'environnement opérationnel et la différence est de 1 point, un score égal à -1 sera assigné. Si le score de risque de l'investissement est supérieur à celui de l'environnement opérationnel et la différence est de 2 points, le score égal à +2 sera attribué, et ainsi de suite. Par conséquent, les scores sont pondérés par la contribution au portefeuille global et le score final est obtenu par cumul.

Composante 2, Facteur A3 : Historique en matière d'investissement

(de -2 à +2 : +2 étant le meilleur score)

27. GCR peut procéder à des ajustements du score de risque positifs ou négatifs compte tenu des antécédents de l'IHC en matière d'investissement comparés au marché local. Pour qu'un ajustement positif soit accordé par GCR, l'historique en matière d'investissement/de création d'entreprises et d'achèvement de projets dans tous les secteurs doit être solide. Cependant, GCR peut également prendre en considération la stabilité rétrospective des recettes/revenus dans le cas des entreprises détenues et se concentrer sur les rendements absolus et sur la stabilité des recettes, si l'historique d'achèvement de projets n'est pas étoffé. La qualité des bénéficiaires est évaluée en fonction

de la stabilité des flux de la filiale vers l'IHC-parent. GCR peut procéder à un ajustement négatif si l'historique de la génération des bénéfices et de la création de valeur est incertain ou n'est pas étoffé.

Composante 2, Facteur B : Management et gouvernance

(de -5 à 0 :
0 étant le meilleur score)

28. Dans le cadre des critères de notation des IHC, les critères universels relatifs au management et à la gouvernance de GCR ont été adoptés, pour plus de renseignements sur la dérivation de ce score, consultez le site gcratings.com/criteria.

Composante 3 : Profil financier

(de -20 à +7 :
+7 étant le meilleur score)

29. L'évaluation du profil financier se concentre sur l'effet de levier, les flux de trésorerie et sur la liquidité d'une IHC. En tant que principe quantitatif fondamental du procédé d'évaluation, GCR a adopté le ratio de levier d'investissement ainsi que des ajustements relatifs aux paramètres des flux de trésorerie applicables le cas échéant. En effet, les IHC dépendent, en règle générale, de la cession d'investissements ou des flux de trésorerie des filiales vers les IHC-parents pour soutenir les capacités en matière de service de la dette et réduire l'effet de levier.
30. L'évaluation du profil financier repose sur une combinaison de facteurs quantitatifs et qualitatifs. Le score maximal est égal à sept (+7), nombre positif, tandis que le score minimal est égal à -20, nombre négatif, indépendamment du résultat de la dérivation des scores des composantes détaillées ci-dessous. La valeur exagérément faible du scoring reflète le risque disproportionnellement élevé que la liquidité et un effet de levier d'un très faible niveau peuvent représenter dans le cas d'une IHC.

Profil financier (de -20 à +7)

- Effet de levier et flux de trésorerie (de -10 à +5)
- Liquidité (de -10 à +2)

Composante 3, Facteur A : Effet de levier et flux de trésorerie

(de -10 à +5 :
+5 étant le meilleur score)

31. La principale mesure de l'effet de levier utilisée par GCR est le ratio de la valeur des investissements des IHC. Le ratio de levier représente un simple rapport entre la dette nette (dette brute (notamment les garanties de la dette de la société détenue, les fonds dans les véhicules de financement associés et tout autre passif éventuel) moins la trésorerie et les autres actifs liquides (hors actifs liquides des sociétés détenues et des actifs grevés de l'IHC)) et la valeur des investissements.
32. Afin de déterminer la valeur des investissements de l'IHC, GCR s'appuie sur les prix observés sur le marché en ce qui concerne les entités cotées ou sur la valeur d'inventaire dans le cas des entités non cotées, moins une marge de sécurité qui varie en fonction de l'emplacement du marché boursier de la société détenue. L'agence a spécifié les caractéristiques des emplacements des marchés boursiers et les marges de sécurité dans le Tableau 2. GCR peut toutefois choisir d'ignorer ces marges de sécurité si l'historique de l'entité en matière d'achèvement de projets est solide et/ou s'il existe des évaluations indépendantes récentes des investissements non cotés et/ou des preuves d'un prix de vente similaire récemment réalisée.

Tableau 2 : Marges de sécurité appliquées aux sociétés détenues

Économie	Pays	Marge de sécurité des entités cotées	Marge de sécurité des entités non cotées
Développée	Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis d'Amérique, Finlande, France, Hong Kong, Israël, Italie, Japon, Norvège, Nouvelle Zélande, Pays-Bas, Portugal, République d'Irlande, Royaume Uni, Singapour, Suède, Suisse.	15 %	25 %-50 %*
Émergente	Afrique du Sud, Brésil, Chili, Colombie, Corée, Égypte, Émirats arabes unis, Grèce, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pakistan, Pérou, Philippines, Pologne, Qatar, République tchèque, Russie, Taiwan, Thaïlande et Turquie.	20 %	30 %-60 %*
Hors catégories citées	Tout pays ne faisant pas partie des catégories mentionnées ci-dessus.	25 %	35 %-70 %*

* La fourchette utilisée pour la marge de sécurité des entités non cotées dépend de la véracité et de l'indépendance des hypothèses retenues concernant la valeur de marché.

Tableau 3 : Effet de levier et flux de trésorerie

Catégorie de score	Score	Principale mesure : levier d'investissement (prêt-valeur)
Le plus élevé	de 4 à 5	Le score le plus élevé peut être assigné à une IHC caractérisée par le ratio de levier d'investissement le plus solide et disposant d'un pool fortement diversifié de sources de dividendes ou de sociétés détenues liquides facilement négociables.
Élevé	de 2 à 3	Inférieur à 25 %
Intermédiaire	de -1 à 1	De 25 % à 50 %
Faible	de -3 à -2	De 50 % à 75 %
Le plus faible	de -4 à -10	>75 %

33. GCR peut également procéder à des ajustements compte tenu des autres risques affectant la structure des capitaux, notamment :
34. **(Ajustement négatif).** Pour compléter l'examen du ratio de levier d'investissement, GCR analyse également la couverture des paiements d'intérêts de l'IHC par les flux de trésorerie pour s'assurer de la suffisance des flux de trésorerie générés par les activités pour répondre aux besoins constants du service de la dette de l'IHC. L'examen de la couverture par les flux de trésorerie peut inclure une analyse de ce paramètre suivant les *Critères de notation des entreprises industrielles et commerciales de GCR*, (mai 2019), publiés sur le site gcratings.com/criteria. Si les flux de trésorerie ou les bénéfices ne couvrent pas d'une manière adéquate les versements des intérêts et les remboursements du principal à court terme de l'IHC, GCR peut opter pour une réduction du score initial.
35. **(Ajustement négatif).** Le risque de change apparaît lorsque les entités empruntent dans une monnaie autre que celle dans laquelle elles encaissent leurs recettes ou réalisent leurs bénéfices. Un tel état des choses peut affecter sensiblement la position de l'entité en matière de l'effet de levier (en cas de mouvements de change défavorables) si l'entreprise n'a pas mis/ne peut pas mettre en place une couverture financière. Le niveau d'ajustement dépend de l'importance de l'effet de levier et de l'exposition au risque de change/de la volatilité des devises.
36. **(Ajustement négatif).** Si la structure de la dette est caractérisée par un manque de diversification, GCR peut effectuer un(des) ajustement(s) négatif(s). De manière générale, l'agence considère que le financement n'est pas diversifié lorsqu'il provient d'une seule source, i.e. s'il émane presque entièrement du secteur bancaire, ou si une contrepartie contribue à plus de 33 % des fonds.

37. **(Ajustement négatif).** GCR estime que le calendrier d'échéances de la structure des capitaux a une importance substantielle. L'agence pourrait procéder à un ajustement en cas de risques de refinancement importants quel que soit le stade où ils surviennent ou si l'échéance moyenne pondérée des fonds est inférieure à deux ans.
38. **(Ajustement négatif).** GCR considère que le recours régulier aux prêts ou aux garanties d'actionnaires accordés aux entreprises détenues est un facteur négatif, car il réduit le niveau potentiel de liquidité des investissements et peut signifier que les entreprises détenues ont des problèmes d'accès au marché.
39. **(Ajustement négatif).** Si la dette grandit très rapidement, probablement en raison d'une stratégie d'investissement agressive et des engagements qui en découlent, GCR peut également abaisser le score initial relatif à l'effet de levier, en fonction de la nature de cette augmentation.
40. **(Ajustement négatif/positif).** Filiales exploitantes/investissements faibles ou solides. Si une société détenue faisant partie d'un groupe a des résultats sensiblement insuffisants et/ou recourt excessivement à l'effet de levier, dépend du financement/de la liquidité de l'IHC/des autres actionnaires, ou si elle est proche de la rupture de ses engagements, l'agence pourrait procéder à un ajustement négatif.
41. **(Ajustement positif).** Si l'IHC dispose d'instruments déficitaires qui absorbent les pertes bien avant les instruments senior non sécurisés, son score de risque pourrait être amélioré. En règle générale, ces instruments prévoient des seuils de déclenchement entraînant une dépréciation obligatoire et permanente ou ils sont entièrement à la discrétion de la direction et GCR considère que leur usage est fortement encouragé par des mesures incitatives. Par ailleurs, ponctuellement, l'agence estime que les éléments de financement permanent concessionnel, public ou provenant des investisseurs, qui pourraient, en cas de stress, être convertis en fonds propres (à la discrétion de la direction) représentent un point positif, bien que le contrôle et les intentions de la direction dans ce domaine soient également un facteur important. Si l'agence estime que ces instruments s'apparentent à des fonds propres, elle peut améliorer le score à condition que les objectifs contractuels, légaux ou formulés conjointement par la direction/l'investisseur soutiennent cette thèse.
42. **(Ajustement positif).** La couverture par les flux de trésorerie peut faire l'objet d'un ajustement positif en fonction du potentiel de vente d'actifs. GCR procède à des ajustements à l'égard de la valeur des actifs et des anticipations de calendrier, en fonction des caractéristiques des actifs et de la dynamique du marché sous-jacent.

Composante 3, Facteur B : Liquidité

(de -10 à +2 :
+2 étant le meilleur score)

43. GCR applique une approche de tolérance zéro en cas de manque de liquidité. En effet, une entreprise avec un bilan sain et une position concurrentielle solide peut quand même faire défaut si son niveau de liquidité n'est pas approprié et si elle n'a aucune maîtrise dans ce domaine. Aussi un manque de liquidité peut-il ramener les scores aux niveaux les plus faibles, si GCR a des inquiétudes à ce sujet. Le score maximal est égal à deux (+2), nombre positif, tandis que le score minimal est égal à -10, nombre négatif, la valeur exagérément faible du scoring soulignant le risque élevé que la liquidité d'un niveau faible et la gestion de trésorerie inefficace peuvent représenter pour le profil de risque d'une IHC.
44. Notre approche analytique repose sur un examen simple de la capacité de l'entité à satisfaire ses besoins de liquidité pendant une période glissante d'un à deux ans. Premièrement, GCR évalue les sources de liquidité en déduisant de l'encours de la dette extérieure totale les liquidités non gagées et non soumises à restrictions ou les autres actifs liquides non destinés à des investissements futurs. L'agence inclut dans les actifs liquides tous les investissements cotés de l'IHC, généralement en tenant compte des marges de sécurité indiquées dans le Tableau 2 (ci-dessus), mais en appliquant des décotes supplémentaires après avoir pris connaissance de toute disposition organisationnelle, légale, contractuelle, réglementaire ou liée au marché limitant la capacité de l'entreprise de vendre ses actifs. GCR peut également prendre en considération des éléments d'investissements non cotés, mais uniquement s'il existe des preuves solides concernant une vente future et son montant.
45. Deuxièmement, GCR additionne tous les fonds prévus provenant d'investissements (l'agence peut en réduire le montant si les dividendes et les autres flux de revenus ont été volatils, ou si elle estime, en se basant sur des observations rétrospectives, que de tels flux de trésorerie pourraient diminuer). Troisièmement, GCR additionne la partie non utilisée

et disponible des lignes de crédit garanties arrivant à échéance 12 mois plus tard. L'agence peut également prendre en considération un pourcentage de lignes de crédit non garanties si le score de risque de leur pourvoyeur est plus élevé que celui de l'emprunteur et si le risque de défaut conjoint des deux parties n'existe pas. En ce qui concerne les lignes de crédit, qu'elles soient garanties ou non garanties, GCR additionne le montant total du crédit disponible, jusqu'au seuil, mais pas au-delà, de toute rupture des engagements. Typiquement, l'agence exclue également toutes les lignes de crédit dont l'accès est basé sur les déclencheurs de notation et sur les événements de défaut.

46. Lors de l'examen des postes d'utilisation, GCR analyse d'abord les échéances de la dette sur une période d'un an, dans l'hypothèse d'absence d'accès au refinancement pour l'IHC en ce qui concerne ces fonds. Ensuite, l'agence additionne toutes les dépenses en capital prévues et les autres éléments discrétionnaires des sorties de trésorerie. GCR prend également en considération tous les autres besoins ou exigences du groupe prévus en matière de liquidité.
47. L'existence et la proximité des seuils de déclenchement des engagements sont un facteur important lors de l'évaluation des postes d'utilisation de la liquidité. Les engagements déclenchant les accélérations de financement, les événements de défaut ou les clauses de défaut croisé revêtent une importance toute particulière et le score peut être ramené à des niveaux faible/le plus faible afin de refléter l'imminence et la gravité du risque en question.
48. En dernier lieu, GCR considère également que les niveaux significatifs d'actifs grevés sont un facteur négatif. En effet, l'encombrement des actifs peut subordonner les créances senior non sécurisées en liquidation et détourner les flux de trésorerie du paiement de la dette globale non sécurisée. Par conséquent, à mesure que l'encombrement des actifs augmente, la note de l'émetteur de crédit baisse.

Tableau 4 : Liquidité

Catégorie de score	Score	Description*
Élevé	2	Les sources de liquidité dont dispose l'entité couvrent plus de 200 % de ses besoins pendant un an et 150 % pendant 2 ans. Par ailleurs, il existe une marge de manœuvre importante en ce qui concerne ses engagements de faire ou de ne pas faire en matière de dette. Les conventions de financement ne prévoient pas de déclencheurs de notation. Les relations en matière de financement avec les banques de bonne qualité de crédit sont solides et stables. Absence d'encombrement d'actifs.
Intermédiaire	de -1 à 1	Les sources de liquidité dont dispose l'entité couvrent entre 125 % et 200 % de ses besoins pendant un an. L'attribution d'un score positif est conditionnée par une couverture supérieure à 100 % pendant au moins 18 mois. La marge de manœuvre relative aux engagements est satisfaisante selon GCR. Les conventions de financement prévoient des déclencheurs de notation, mais avec une marge de manœuvre importante. Les relations avec les pourvoyeurs de fonds sont solides et stables. L'encombrement concerne moins de 30 % du total des actifs.
Faible	de -4 à -2	Les sources de liquidité dont dispose l'entité couvrent entre 100 % et 125 % de ses besoins pendant un an. La marge de manœuvre relative aux engagements est limitée, ce qui pourrait entraîner une accélération significative ou un événement de défaut si les résultats de la société se détérioraient. Les conventions de financement prévoient des déclencheurs de notation, mais avec une marge de manœuvre raisonnable. Les relations avec les pourvoyeurs de fonds sont sujettes à caution. L'encombrement concerne moins de 50 % du total des actifs.
Le plus faible	de -10 à -5	Les sources de liquidité dont dispose l'entité sont insuffisantes pour couvrir ses besoins pendant un an. La rupture des engagements est matérielle, significative et probable. Les pourvoyeurs de fonds refusent l'accès au financement. L'encombrement concerne plus de 50 % du total des actifs.

* Les caractéristiques typiques correspondant au résultat d'évaluation élevé, intermédiaire et faible (etc.) sont mises en évidence dans les cases ci-dessus. Il est probable qu'une entité présente une ou plusieurs caractéristiques mentionnées dans différentes cases. GCR laisse la latitude aux analystes de décider quels sont les facteurs les plus pertinents pour chaque entité notée. Cependant, pour obtenir un score élevé, l'entité est censée avoir cumulé un certain nombre de points forts. À l'inverse, tout risque peut ramener le score à un niveau sensiblement plus faible.

Composante 4 : Soutien externe et comparaison avec les pairs

49. Le dernier élément du score de risque permet à GCR d'effectuer une série de modifications qualitatives compte tenu du soutien externe ou de la comparaison avec les pairs. Les formes les plus courantes de soutien sont le support continu du groupe ou le soutien extraordinaire de l'État souverain. Le renfort vient des actionnaires/affiliés et/ou des pouvoirs publics. Cependant, si les deux éléments de soutien s'appliquent, GCR ne prend en compte que la plus importante des deux options afin d'éviter une double addition.

Composante 4, Facteur A : Soutien du groupe

50. Pour plus de renseignements sur le soutien du groupe consultez les *Critères relatifs au canevas de notation de GCR*.

Composante 4, Facteur B : Soutien des pouvoirs publics

51. Pour plus de renseignements sur le soutien des pouvoirs publics consultez les *Critères relatifs au canevas de notation de GCR*.

Composante 4, Facteur C : Comparaison avec les pairs

52. GCR autorise jusqu'à deux points d'ajustement positif ou négatif du score de risque afin d'établir une plus grande différenciation en matière de crédit. En règle générale, ce dispositif devrait être appliqué dans les situations où une holding d'investissement est une entreprise globalement meilleure ou moins performante dans un certain nombre de domaines par rapport au groupe de ses pairs, mais aucun facteur n'a pu créer/capter un écart de notation.

Facteurs d'ajustement final de la notation

53. Après avoir déterminé le score de risque et l'ACE sur l'échelle nationale ou internationale, ou sur les deux, GCR est en mesure d'établir les notations des émetteurs de crédit correspondant aux entités juridiques. À ce stade, nous sortons du canevas de notation du risque et commençons à procéder aux ajustements en nous basant sur les échelles de notation nationale/internationale, car nous essayons de définir la hiérarchie des notations de crédit la plus pertinente au sein d'un groupe financier et la meilleure hiérarchie dans le cadre d'un marché.

Facteur d'ajustement de la notation 1 : Notation(s) des émissions

54. L'ajustement de la note de l'entité juridique dépend de la nature de l'instrument, néanmoins la hiérarchie de crédit est systématiquement respectée.

Tableau 5 : Instruments

Type de la dette notée	Ajustement	Caractéristiques typiques
Senior non sécurisée	0	Reflète la notation de l'entité juridique pertinente relative à la société émettrice de la dette, le relèvement à titre de soutien des pouvoirs publics pris en compte (le cas échéant).
Senior subordonnée	-1	Dette contractuellement subordonnée, non perpétuelle et à coupons cumulatifs, non concernée par aucune clause discrétionnaire/obligatoire/légale de non-paiement, de conversion ou de dépréciation et le report du coupon est impossible. En règle générale, la dette absorbe les pertes en même temps que la dette senior non sécurisée, mais avec une marge de sécurité plus importante.
Junior subordonnée	de -2 à -3	Dette contractuellement subordonnée, généralement non perpétuelle et à coupons cumulatifs, mais susceptible d'être concernée par des clauses discrétionnaires/obligatoires/légales de non-paiement, de conversion ou de dépréciation. En règle générale, la dette absorbe les pertes avant la dette senior non sécurisée et avant la dette senior subordonnée.
Hybride (a)	de -3 à -4	Dette contractuellement subordonnée, généralement perpétuelle même si callable après une période de 5 ans, à coupons non cumulatifs, susceptible d'être concernée par des clauses discrétionnaires/obligatoires/légales de non-paiement, de conversion ou de dépréciation avec des seuils de déclenchement étant donné la continuité d'exploitation de l'entité.
Hybride (b)	-5 ou plus	Tous les instruments hybrides (a), mais s'ils sont également concernés par la présence de déclencheurs relatifs au capital/à la liquidité ou à la notation. Nous procédons à un ajustement négatif du score en fonction de la proximité du seuil de déclenchement, tout en respectant la hiérarchie de crédit.

Note : la proximité des seuils de déclenchement pourrait renforcer l'ajustement décrit ci-dessus, si nous l'estimons approprié.

CERTAINES LIMITATIONS, CONDITIONS D'UTILISATION ET CLAUSES D'EXCLUSION RESPONSABILITÉ S'APPLIQUENT À TOUTES LES NOTATIONS DE CRÉDIT ÉMISES PAR GCR. VEUILLEZ EN PRENDRE CONNAISSANCE EN SUIVANT LE LIEN : [HTTP://GCRRATINGS.COM](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](http://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.