



**MÉTHODOLOGIE DE NOTATION DES
TRANSACTIONS DE TITRISATION**

Table des matières

Introduction : ce que nous notons et ne notons pas en termes de titrisation	3
Estimation de la perte attendue du portefeuille titrisé	3
Contrôle de l'adéquation des flux de trésorerie	6
Prise en compte des autres risques	7
Prise en compte des mécanismes de rehaussement	7
Tests de stress	8
Comité et revue annuelle	8
Publication des notations émanant de transactions de titrisation	9

Introduction : ce que nous notons et ne notons pas en termes de titrisation

1. Cette méthodologie est spécifique à WARA, membre du Groupe GCR, en Afrique de l'ouest. Cette méthodologie ne s'applique pas aux autres entités du Groupe GCR en-dehors des 8 Etats membres de l'UEMOA.
2. Pour WARA, la règle générale en matière de notation des obligations émises à l'issue de transactions de titrisation est que l'Agence ne note de telles émissions que lorsqu'elles sont adossées à des portefeuilles de créances. Conceptuellement, WARA note la perte attendue (PA, qui est le produit de la probabilité de défaut PD et de la perte sachant défaut PSD) inhérente à une dette, que cette dette prenne la forme d'une obligation ou celle de toute autre classe de passif. Par conséquent, WARA estime que dériver cette perte attendue de passif d'un portefeuille d'actifs sous-jacents suppose qu'il existe une identité de nature entre les actifs titrisés et les passifs sujets à la notation de l'Agence. Au demeurant, WARA refusera de noter toute émission obligataire adossée à des actifs qui ne portent pas de risques de crédit mesurables. L'exemple le plus évident est celui d'obligations adossées à des actifs de type actions ou portant des risques de nature assurancielle.
3. Mesurer les risques de crédit des actifs d'un véhicule de titrisation, c'est indirectement calibrer ses risques de crédit au passif. WARA sait mesurer la PA de chacune des composantes d'un portefeuille de crédit (cf. tableau 1). C'est son métier. Tantôt la créance constitutive du portefeuille est notée, auquel cas WARA connaît sa PA idéalisée ; tantôt la créance en question n'est pas notée, et WARA dans ce cas performe une Estimation de Crédit (EdC) dont la méthodologie d'application est disponible. Une fois que chaque ligne de crédit du portefeuille sujet à la transaction de titrisation est notée ou estimée à l'aune d'une EdC, WARA peut calculer sans grande difficulté la PA du portefeuille, donc en dériver sa notation moyenne. Cela suppose un calcul matriciel (de nature purement algébrique), lequel fait l'hypothèse (avérée empiriquement) de corrélations entre les créances individuelles constitutives du portefeuille titrisé.

Tableau 1. Extrait de la table des pertes attendues (PA) cumulées idéalisées

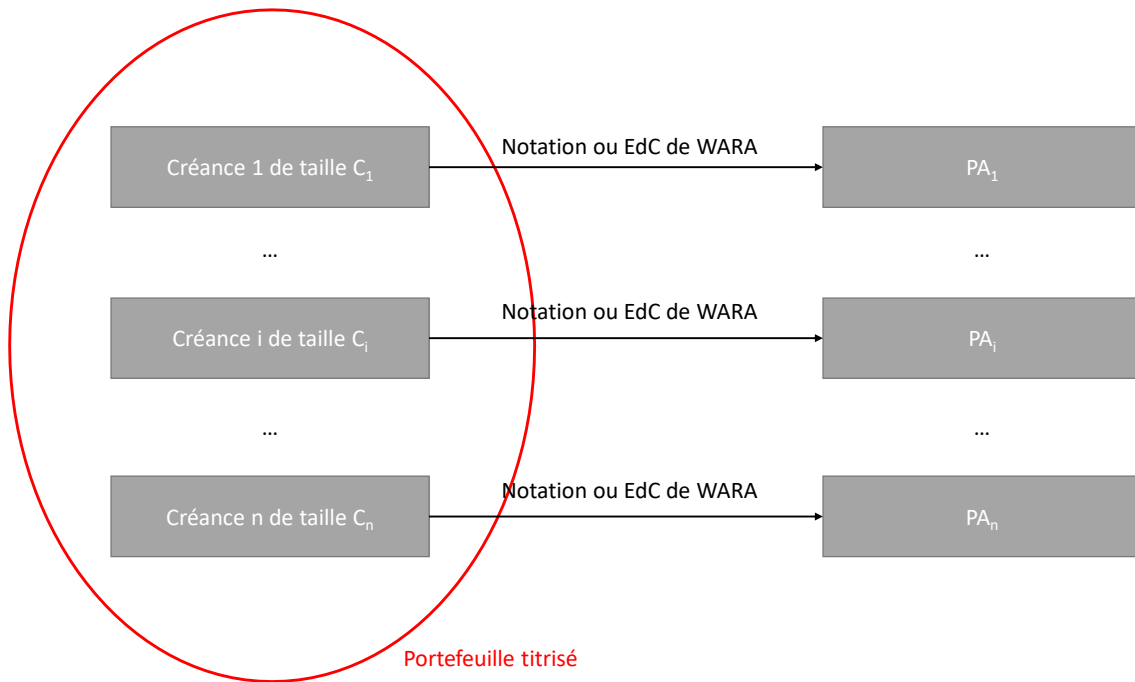
	Horizon en années				
	1	2	3	4	5
AAA	0.0000%	0.0001%	0.0004%	0.0010%	0.0016%
AA+	0.0003%	0.0017%	0.0055%	0.0116%	0.0171%
AA	0.0007%	0.0044%	0.0143%	0.0259%	0.0374%
AA-	0.0017%	0.0105%	0.0325%	0.0556%	0.0781%
A+	0.0032%	0.0204%	0.0644%	0.1040%	0.1436%
A	0.0060%	0.0385%	0.1221%	0.1898%	0.2569%
A-	0.0214%	0.0825%	0.1980%	0.2970%	0.4015%
BBB+	0.0495%	0.1540%	0.3080%	0.4565%	0.6050%
BBB	0.0935%	0.2585%	0.4565%	0.6600%	0.8690%
BBB-	0.2310%	0.5775%	0.9405%	1.3090%	1.6775%
BB+	0.4785%	1.1110%	1.7215%	2.3100%	2.9040%
BB	0.8580%	1.9085%	2.8490%	3.7400%	4.6255%
BB-	1.5455%	3.0305%	4.3285%	5.3845%	6.5230%

4. Pour tout commentaire ou question, veuillez contacter l'agence via www.GCRratings.com.

Estimation de la perte attendue du portefeuille titrisé

5. La perte attendue (PA) d'un portefeuille de créances, notées ou estimées en crédit, dépend in fine des corrélations deux à deux entre les créances constitutives du portefeuille. Soit un portefeuille de « n » créances susceptibles d'être notées ou, à défaut, estimées en crédit par WARA. De la notation ou de l'EdC de chacune de ces « n » créances, WARA dérive une PA, caractérisée sous la forme : PA_i ($i = 1$ à n ; cf. tableau 2). La somme pondérée des pertes attendues relatives à chacune des « n » créances du portefeuille titrisé n'est pas la PA du portefeuille : des bénéfices de diversification existent, lesquels dépendent des corrélations entre les créances C_i et C_j , donc des corrélations entre les PA_i et PA_j ($i = 1$ à n ; $j = 1$ à n).

Tableau 2. WARA dérive les PA de chacune des créances du portefeuille sujet de la titrisation



6. La deuxième étape du processus analytique consiste à calibrer la matrice de corrélation entre chacun des couples $\{PA_i ; PA_j\}$ du portefeuille titrisé. Cette calibration s'effectue à l'aune du jugement expert de WARA. Par exemple, si dans le portefeuille sujet à l'opération de titrisation, deux banques actives dans un même pays sont représentées, la corrélation entre ces deux créances sera élevée, de l'ordre de 80%. Si en revanche, l'une des créances représente un Etat et la seconde une grande entreprise importatrice du secteur privé dans un autre pays, la corrélation sera faible, soit par exemple 10%. Le tableau 3 ci-dessous résume la matrice de corrélations entre les couples $\{PA_i ; PA_j\}$ du portefeuille titrisé.

Tableau 3. Matrice symétrique « M » de dimension $(n \times n)$ de corrélations des couples $\{PA_i ; PA_j\}$ du portefeuille titrisé

Corrélations	PA ₁	(...)	PA _j	(...)	PA _n
PA ₁	1	(...)	Cor(PA ₁ ; PA _j)	(...)	Cor(PA ₁ ; PA _n)
(...)	(...)	(...)	(...)	(...)	(...)
PA _i	Cor(PA _i ; PA ₁)	(...)	Cor(PA _i ; PA _j)	(...)	Cor(PA _i ; PA _n)
(...)	(...)	(...)	(...)	(...)	(...)
PA _n	Cor(PA _n ; PA ₁)	(...)	Cor(PA _n ; PA _j)	(...)	1

7. La troisième étape consiste à calculer la PA du portefeuille. Pour cela, il nous faut quelques définitions.

La matrice C de dimension $(1 \times n)$ est la suivante :

$$C = \{PA_1, \dots, PA_i, \dots, PA_n\}$$

Sa transposée est la matrice C^T de dimension $(n \times 1)$ suivante :

$$\left[\begin{array}{c} PA_1 \\ (...) \\ PA_i \\ (...) \\ PA_n \end{array} \right]$$

La perte attendue du portefeuille PA_p est donc la racine carrée du produit $C \times M \times CT$, comme suit :

$$PA_p = (C \times M \times CT)^{1/2}$$

Exemple chiffré : portefeuille de 4 créances.

Portefeuille de créances titrisées	Rating	Volume (mn FCFA)	PA (% à 3 ans)	PA mn FCFA	PA_i
Créance 1	BBB+	620	0.3080%	1.9096	PA_1
Créance 2	A-	210	0.1980%	0.4158	PA_2
Créance 3	AA	310	0.0143%	0.0443	PA_3
Créance 4	BB+	360	1.7215%	6.1974	PA_4
TOTAL		1500		8.5671	

PA_i	PA_1	PA_2	PA_3	PA_4
Matrice C	1.9096	0.4158	0.0443	6.1974

Matrice M	PA_1	PA_2	PA_3	PA_4
PA_1	1.00	0.16	0.64	0.09
PA_2	0.16	1.00	0.25	0.81
PA_3	0.64	0.25	1.00	0.49
PA_4	0.09	0.81	0.49	1.00

Matrice C x M	2.5623	5.7523	4.4072	6.7278
---------------	--------	--------	--------	--------

$C \times M \times C^T$	49.1748
-------------------------	---------

$(C \times M \times C^T)^{1/2}$	7.0125
---------------------------------	--------

PA_p (%)	0.4675%
------------	---------

En référant à la table des pertes attendues cumulées idéalisées en page 1, le rating moyen du portefeuille, équivalent à un pourcentage de PA de 0,4675%, est donc de BBB.

8. La quatrième étape consiste à calibrer (i.e. trancher) les passifs en fonction des cibles de notation de l'originateur. De PA_p est dérivé le rating moyen des passifs du véhicule de titrisation. Si ces passifs sont tranchés, alors le rating moyen pondéré des classes de passifs doit être commensurable avec PA_p aussi. En reprenant les données de l'exemple précédent, le tableau suivant représente un « tranching » en trois catégories de passif :
- i) une tranche « equity » non notée, appelée tranche d'absorption des premières pertes ;
 - ii) une tranche junior, appelée aussi « mezzanine » et notée BB ;
 - et iii) une tranche senior notée AAA. On constate de que la PA des

passifs (sachant que la tranche equity non notée est considérée comme totalement à risque) est égale à la PA_p (à savoir 7,0125 en valeur monétaire et 0,4675% en pourcentage, dans notre exemple).

Passifs	Rating	Volume (mn FCFA)	PA (% à 3 ans)	PA mn FCFA	%
Tranche "equity"	NN	2.000	--	2.0000	0.13%
Tranche junior	BB	175.755	2.8490%	5.0073	11.72%
Tranche senior	AAA	1322.245	0.0004%	0.0053	88.15%
TOTAL		1500.000		7.0125	100.0%

9. Enfin, WARA distingue par le préfixe « t » les notations émanant d'opérations de titrisation de l'autre type de notation, dit « fondamental ». Dans l'exemple qui sert d'illustration à cette méthodologie, les notations de l'opération sont par conséquent : tBB pour la tranche junior et tAAA pour la tranche senior. Ces notations sont accompagnées d'une perspective, dont la signification et la détermination relèvent de l'approche standard de WARA, décrite dans la méthodologie générale de l'Agence.

Tableau 4. Représentation graphique des 4 étapes de la séquence de calibrage



Contrôle de l'adéquation des flux de trésorerie

10. Outre l'égalisation statique des PA d'actif et de passif du véhicule de titrisation, WARA s'assure de l'adéquation dynamique des flux de trésorerie. WARA mesure ainsi les éventuels décalages de cash flows entre le portefeuille sujet de l'opération de titrisation et les engagements contractuels relatifs aux titres émis et notés. La gestion actif-passif du véhicule de titrisation relève d'une analyse de la liquidité de l'opération, non seulement en matière de paiement (en temps et en heure) des coupons, mais aussi en termes de remboursement du principal. Les notations que WARA assigne aux obligations émises ou le calibrage des tranches peuvent être amenés à être révisés à la hausse ou à la baisse au terme de cette analyse de liquidité. WARA porte un soin tout particulier à la mesure des risques de valeur résiduelle des actifs sous-jacents, à la date de maturité (i.e. à l'échéance) des obligations émises par le véhicule de titrisation. WARA prend aussi en compte l'existence ou non d'une réserve de liquidité au niveau du véhicule de titrisation, laquelle peut le cas échéant capitaliser les excédents de marge (i.e. la différence entre les flux entrants et les flux sortants), comme première ligne de défense en cas de choc.

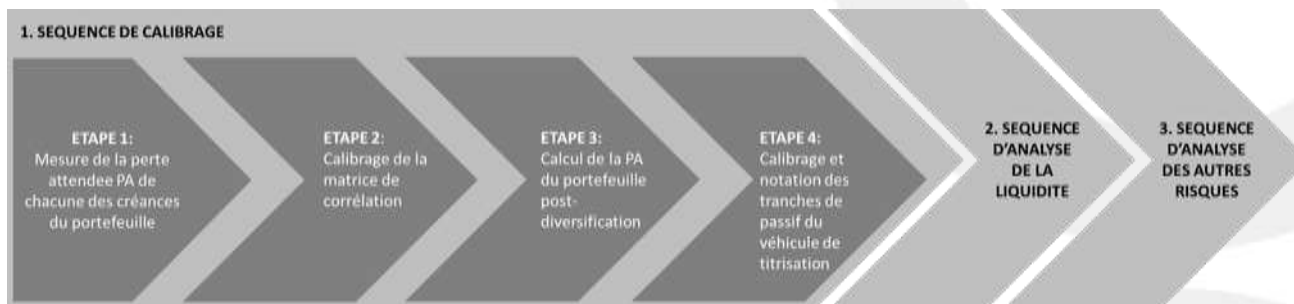
Tableau 5. Représentation graphique des 2 premières séquences analytiques



Prise en compte des autres risques

11. Le risque de change. Dans son analyse des risques inhérents à une opération de titrisation, WARA porte aussi son attention sur les risques de change. Il peut en effet exister une asymétrie de change entre les flux entrants et sortants, ce qui suppose tantôt leur assomption, tantôt leur couverture, en fonction des arrangements contractuels portés à la connaissance des investisseurs finaux. Dans le cas d'espèce où les risques de change sont neutralisés par un instrument de couverture, WARA intègre dans son analyse le risque de contrepartie de la partie fournissant la couverture de change, ce qui peut contribuer à modifier la notation des obligations émises par le fonds commun de titrisation ou le calibrage des tranches.
12. Le risque de taux. De la même manière, il peut aussi exister une asymétrie de taux d'intérêt entre les actifs sous-jacents et les obligations émises par le véhicule de titrisation. Le possible décalage entre taux fixes d'une part et taux variables de l'autre peut a priori créer un risque taux, tantôt assumé, tantôt couvert. Si ce risque est couvert, WARA intègre dans son analyse le risque de contrepartie de la partie fournissant la couverture de taux, ce qui peut contribuer à modifier la notation des obligations émises par le fonds commun de titrisation ou le calibrage des tranches.
13. Les risques opérationnels. Une opération de titrisation porte en elle des risques de nature opérationnelle, au premier rang desquels se trouve le risque de « servicing », i.e. de traitement technique, comptable, monétaire, juridique et administratif de l'opération, tout au long de la vie de cette dernière. WARA portera une attention toute particulière à la qualité du servicing, et à l'existence de solutions alternatives (back up) en cas d'incapacité du ou des prestataire(s) originels à honorer leurs engagements techniques contractuels.

Tableau 6. Représentation graphique des 3 premières séquences analytiques

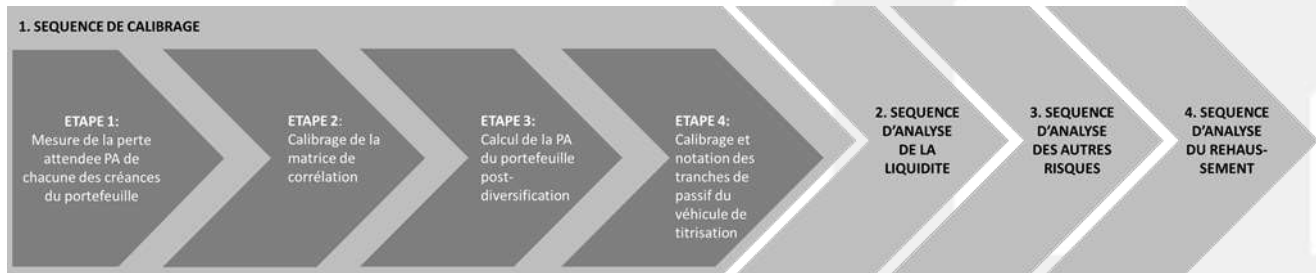


Prise en compte des mécanismes de rehaussement

14. Rehaussement interne vs. rehaussement externe : les mécanismes de rehaussement de crédit internes, à savoir la tranche equity, la subordination et (éventuellement) la réserve de liquidité (si elle est d'une certaine taille) sont pris en charge au cours de la première séquence analytique, celle du calibrage. En revanche, il peut aussi exister des mécanismes de rehaussement externes, que WARA traite séparément dans le cadre de la quatrième séquence analytique. A priori, il peut exister trois types de rehaussements externes :
15. Le surdimensionnement : si le portefeuille sous-jacent est d'une taille supérieure à celle de l'émission des titres obligataires, alors WARA calculera de manière ad hoc l'effet de l'excédent de collatéral sur la notation des obligations émises, en modulant le calibrage de la séquence 1.
16. La fourniture de liquidité externe : si une tierce partie est contractuellement tenue de fournir de la liquidité au véhicule de titrisation en cas de décalage défavorable de cash flows, alors WARA pourra (en fonction de la qualité de crédit de la contrepartie à l'origine de l'appui en liquidité) moduler sa notation ou le calibrage des tranches.
17. Les diverses formes de garanties externes : si une partie tierce est contractuellement à même de fournir des

garanties à même de réduire le risque de crédit des obligations émises par le véhicule de titrisation, WARA rehaussera les notes des obligations affectées, en fonction de la qualité de crédit du garant, signalée par sa notation ou, à défaut, par son EdC. Ces garanties peuvent être directes et contractuelles, ou offertes par le biais de dérivés de crédit ou par le truchement de produits d'assurance-crédit.

Tableau 7. Représentation graphique des 4 premières séquences analytiques



Tests de stress

18. Du modèle de base à la chronique de cash flows stressés : WARA reçoit de l'originateur le modèle de base de l'opération de titrisation, lequel inclut la chronique attendue des cash flows dérivés du portefeuille d'actifs sous-jacents. Le modèle de base fait l'hypothèse du comportement « normal » des créances sous-jacentes. WARA teste la résilience de la structure à une série de chocs, combinés en un nombre limité de scénarios défavorables. WARA se refuse à appliquer des scénarios standards à toutes les opérations de titrisation que l'Agence est amenée à noter. Au contraire, les scénarios sont construits de manière spécifique et ad hoc, de telle sorte à les adapter de façon pertinente au contexte macroéconomique et aux caractéristiques microéconomiques de chacune des structures analysées. A l'issue de l'analyse des effets des scénarios de stress tests, WARA peut être amenée à modifier la notation des tranches ou à moduler leur calibrage.

Tableau 8. Représentation graphique du processus complet : les 5 séquences analytiques



Comité et revue annuelle

19. Le Comité de Notation de WARA se prononce sur la notation et/ou le calibrage des tranches obligataires émises par le véhicule de titrisation. Comme en matière de notation dite fondamentale, WARA ne publie aucune notation relative à une tranche de titrisation sans un vote de son Comité de Notation, au terme d'une recommandation formulée par un binôme analytique. Le Comité de Notation se prononce sur chacune des cinq étapes du processus analytique et peut, de manière discrétionnaire et souveraine, exiger des compléments d'information, des révisions de calcul, la modification de certaines hypothèses et/ou la réécriture des stress tests. Un Comité de Notation n'est réputé clos qu'au terme d'un vote formel.
20. Comme en matière de notation fondamentale, la notation des opérations de titrisation fait l'objet d'une revue annuelle. De la date d'émission à l'échéance, WARA reçoit immédiatement, de l'originateur, toutes les informations relatives à la modification, même mineure, des caractéristiques de l'opération de titrisation. De la même manière, à n'importe quel moment, WARA peut solliciter de l'originateur toute information que l'Agence juge nécessaire à la conduite de la notation des titres émis par le véhicule de titrisation. Cela peut conduire à porter ces notations devant le Comité de Notation de WARA à n'importe quel moment de la vie des obligations émises. Au minimum, ces notations sont revues annuellement par le Comité de Notation de WARA, ce qui suppose une mise à jour au minimum annuelle des informations mises à la disposition de WARA par l'originateur.

Publication des notations émanant de transactions de titrisation

21. Dans le cas d'espèce où l'opération de titrisation ne donne pas lieu à une émission obligataire destinée à un placement privé, WARA publiera tant ses notations et le calibrage des tranches que l'intégralité de son analyse. En matière de notation fondamentale, WARA publie trois documents pour chaque émetteur : i) un communiqué de presse ; ii) une carte d'identité (descriptive) ; et iii) un rapport d'analyse (explicitant chaque facteur de notation). Dans le cas des notations de titrisation, WARA ne publiera que deux documents : i) un communiqué de presse ; et ii) un rapport d'analyse. Le rapport d'analyse des opérations de titrisation contient à la fois les éléments descriptifs inhérents à l'opération de titrisation, et les éléments analytiques inhérents à la notation et au calibrage des tranches. Les cinq séquences du processus de notation font l'objet d'une publication explicite dans les cinq sections du rapport d'analyse. Le rapport d'analyse est mis à jour au minimum une fois par an, et chaque revue donne lieu à la publication d'un nouveau communiqué de presse.

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](http://gcrratings.com). EN OUTRE, LES BARÈMES DE NOTATION ET LES DÉFINITIONS PEUVENT ÊTRE CONSULTÉS SUR LE SITE WEB 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 la dite 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.