



LA VALEUR AJOUTÉE DE LA NOTATION DANS LES OPÉRATIONS DE TITRISATION

JEAN-YVES CAMINADE, PAUL MAZATAUD,
RUPERT SCHODER ET CAROLE YOMTOV*

Aujourd'hui, les investisseurs institutionnels sont confrontés à des titres financiers d'une complexité accrue, provenant d'une famille d'émetteurs connus ou inconnus, présents à la fois sur leur marché domestique et sur les euro-marchés. Ils utilisent un référentiel simple, indépendant, précis et universel pour analyser le risque de crédit : la notation. Cet article tente de démontrer la valeur ajoutée de la notation des opérations de titrisation en décrivant comment le processus de notation Moody's fournit ce référentiel.

Tableau n°1
Echelle de Notation Moody's

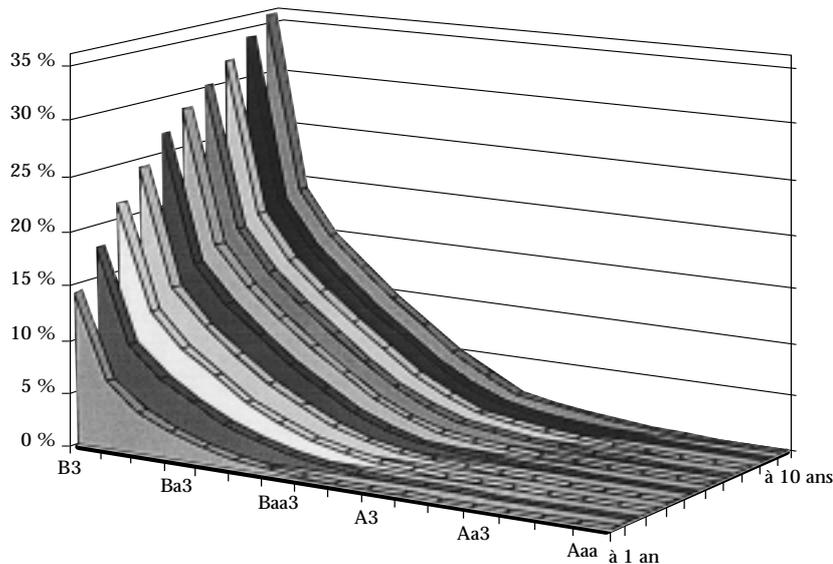
Cat.	Long terme	Court terme
Investissement	Aaa	Prime-1
	Aa1	
	Aa2 Aa3	
	A1	Prime-2
	A2	
	A3	
	Baa1	Prime-3
	Baa2	
	Baa3	
Spéculatif	Ba1	Not prime
	Ba2	
	Ba3	
	B1	
	B2	
	B3	
	Caa1	
	Caa2	
	Caa3	
	Ca	
C		

* Responsable Clientèle institutionnelle, Vice-président senior crédit officier, Analyste associé et Senior associate, Moody's France.

D'une manière générale, les notations de crédit Moody's jouent un rôle similaire pour les opérations de titrisation et pour les autres classes d'actifs des marchés internationaux de dette. Par essence, la notation financière représente le raccourci le plus facile et le plus pratique pour transmettre aux intervenants de marchés l'opinion de Moody's sur le risque de crédit d'un titre de dette. Du point de vue de l'investisseur institutionnel, la fonction centrale de la notation est simple : les notes Moody's fournissent un classement relatif de la perte attendue sur un instrument de dette donné comparable à tous les autres instruments notés quel que soit le pays d'émission ou la nature de cet instrument (titre d'Etat, emprunt obligataire, émis par une entreprise, une part de FCC...). La perte attendue résulte de deux facteurs : la probabilité de défaillance et la sévérité de la perte qui en résulterait.

Notation Moody's = perte attendue = probabilité de défaillance x sévérité de la perte

Graphique n°1
Correspondance Perte attendue et Notation Moody's



Cette fonction centrale pour les investisseurs est à l'origine de l'invention du concept de notation par John Moody en 1909. Il mit en place la célèbre échelle « Aaa - C » pour différencier la qualité de crédit des grandes compagnies de chemins de fer aux États-Unis. Aujourd'hui, Moody's analyse quelques 200 000 obligations internationales à travers plus de 110 pays, demeurant ainsi une référence incontournable utilisée par plus de 16 000 investisseurs institutionnels à travers le monde.



Cette couverture internationale a été déterminante pour les développements de la notation sur les opérations de titrisation. En effet, nombre d'opérations structurées dans un pays font intervenir des entités localisées dans des régions différentes, des garanties émises par des banques de pays différents. Le périmètre international d'analyse de Moody's permet de fournir ainsi une évaluation fiable et complète de la qualité de crédit de tous les intervenants d'une opération de titrisation.

LA NOTATION, UN FACTEUR DE DÉVELOPPEMENT POUR LA TITRISATION

Les techniques de titrisation ont commencé à se développer au début des années 1970 quand les grandes agences hypothécaires américaines se sont lancées dans cette aventure. Auparavant, toute institution détenant un portefeuille d'actifs n'avait que deux solutions pour lever des fonds à partir de ce portefeuille :

- soit le vendre directement à des investisseurs ;
- soit le gager comme sous-jacent d'un emprunt bancaire ou d'un titre obligataire, tout en demeurant le débiteur principal.

Ces deux solutions peuvent présenter d'importants inconvénients pour les investisseurs, et par conséquent pour l'institution souhaitant lever des capitaux. La vente d'actifs, par exemple, nécessite que l'investisseur puisse évaluer un groupe d'actifs individuels et hétérogènes, et qu'il puisse investir dans un portefeuille mal diversifié pouvant aboutir à des paiements irréguliers.

D'autre part, la dette sécurisée contraint l'investisseur à être sujet au retard de paiement en cas d'insolvabilité ou de faillite de l'emprunteur. Ces inconvénients limitent bien évidemment le nombre d'investisseurs potentiellement intéressés, et augmente dès lors le coût de financement du cédant/emprunteur.

C'est pourquoi, sur le marché hypothécaire nord-américain, les grandes agences fédérales ou gouvernementales (*Fannie Mae, Ginnie Mae*, etc.) ont élaboré les premières opérations de titrisation dont les principales caractéristiques sont les suivantes :

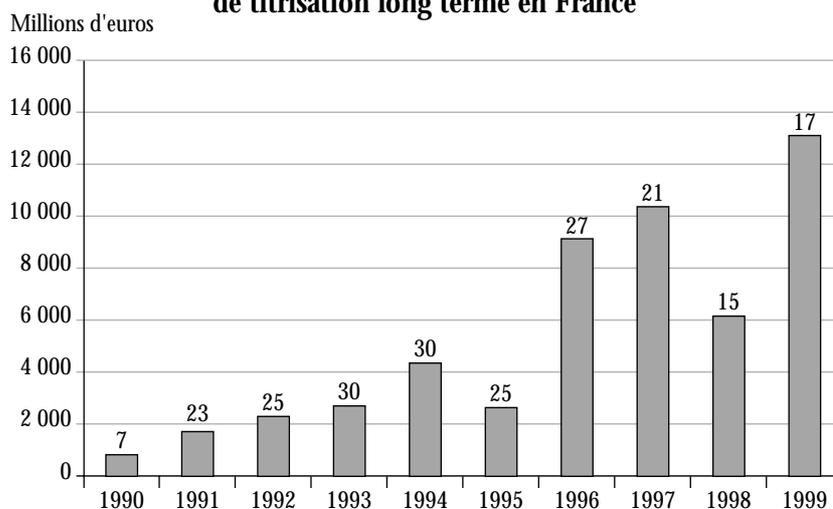
- une meilleure qualité de crédit : la garantie donnée par ces agences améliorait le risque de crédit des titres émis et permettait un élargissement de la base d'investisseurs potentiels ;
- une diversification accrue : le nombre important de prêts cédés permettait une meilleure diversification et réduisait conséquemment le risque ;
- des sous-groupes de prêts plus homogènes : les critères d'éligibilité de ces nouvelles structures ont conduit à une homogénéisation du marché des prêts hypothécaires facilitant ainsi les simulations statistiques sur les actifs sous-jacents ;
- une réduction du risque de retard de paiement : la cession des actifs à une structure légale indépendante assurait la pérennité des paiements en cas d'insolvabilité de l'institution cédante ;

- une régularisation des dates de paiements : les titres généralement émis offraient des paiements réguliers (mensuels au départ puis trimestriels et semi-annuels) alors que les flux provenant des prêts sous-jacents étaient souvent irréguliers.

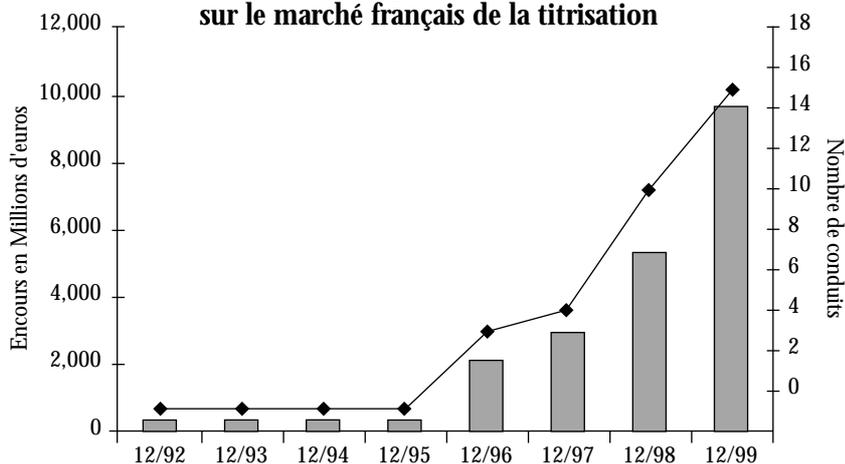
Lorsque ces avantages furent reconnus sur la place financière et que la technologie permit de les mettre en place, l'ensemble des institutions financières commença à appliquer cette technique de manière plus généralisée, s'intéressant, de plus, à d'autres types d'actifs. C'est ainsi qu'en 1983 apparut la première CMO (collateralized mortgage obligation - obligation adossée à des prêts hypothécaires) qui utilisa la notation pour distinguer plusieurs tranches de titres de qualité de crédit distincte, chaque tranche étant destinée à des types d'investisseurs différents.

En France, notation et titrisation ont été liées dès l'origine par la loi du 23 décembre 1988 qui prévoit l'obligation de notation pour tout titre émis par un véhicule de titrisation français - Fonds Commun de Créances - faisant l'objet d'un appel public à l'épargne. Concernant à l'origine essentiellement le secteur des prêts à la consommation, la titrisation sur l'Hexagone a été appliquée par la suite aux prêts hypothécaires pour s'étendre aux cartes de crédit (première opération en 1994) puis aux prêts à des professionnels de l'immobilier ainsi qu'aux PME/PMI. L'année 1999 s'est caractérisée par une période d'exceptionnelle activité, tant pour les opérations de titrisation à long terme (13.23 milliards d'euros en termes de volume d'émission soit 158 % de croissance par rapport à 1998) que pour les programmes de Titres courts adossés à des actifs ou TCAA (10.8 milliards d'euros en termes d'encours, soit une croissance de 80 % par rapport à 1998).

Graphique n°2
Evolution du nombre et du volume
de titrisation long terme en France



Graphique n°3
Evolution des opérations court terme
sur le marché français de la titrisation



Toutes ces opérations sont au moins notées par une agence de notation : avec 85 % de couverture sur les opérations à long terme et 94 % sur le marché des titres courts adossés à des actifs (type Billets de trésorerie ou Papier commercial), les notations Moody's jouent un rôle prépondérant sur ce marché.

LA VALEUR AJOUTÉE DE LA NOTATION POUR UNE OPÉRATION DE TITRISATION

Les notations sont utilisées comme indicateur relatif du risque de crédit que l'investisseur peut attendre d'un titre noté à un niveau donné. La notation d'un titre émis par un véhicule de titrisation, comme la notation d'un titre émis par une entreprise industrielle, constitue une estimation de l'espérance de perte de ce titre. Cette espérance est calculée à partir de l'étude de l'ensemble des scénarios envisageables au cours de la vie du titre, y compris, bien entendu, les scénarios « extrêmes » (les meilleurs comme les pires). Pour les titres à long terme, la notion de perte regroupe à la fois la probabilité de défaut et la sévérité de perte dans le cas d'une défaillance ; en revanche, pour les opérations court terme, seule la probabilité de défaillance est prise en compte dans la notation.

Un outil simple et objectif pour suivre une politique de gestion du risque de crédit

La première valeur ajoutée de la notation pour l'investisseur institutionnel dans une opération de titrisation est d'être un outil objectif et simple pour déterminer si le titre proposé correspond à sa politique de

crédit. Les listes d'achat (*buy list*) sont généralement élaborées suivant des niveaux de notations prédéterminés permettant ainsi à l'investisseur de délimiter de *facto* son risque d'investissement en fonction du couple risque/rentabilité choisi. Dans ce cadre, la notation apparaît pour l'investisseur-acheteur comme un complément peu coûteux à ses propres ressources d'analyse crédit : la notation élargit le spectre de comparaison du titre émis, l'opération de titrisation étant dès lors comparée à d'autres opérations de titrisation, à des obligations industrielles ou à des obligations issues d'autres zones géographiques.

Evaluation de la prime de risque nécessaire pour couvrir le risque de crédit

Par ailleurs, la notation est aussi l'un des outils essentiels pour déterminer le prix des émissions d'une opération de titrisation. Si la note ne correspond en aucun cas à une opinion sur le rendement d'un titre, on constate toutefois que plus la note est basse, plus la prime de risque demandée par les investisseurs est élevée. Néanmoins, la note n'est pas nécessairement le seul facteur qui ait un impact sur la valeur de marché d'un titre. En effet, la notation ne s'attache qu'au risque de crédit et ne prend pas en compte d'autres éléments de risque potentiel du titre, par exemple le risque de réinvestissement en cas de remboursements anticipés. Elle ne prend pas non plus en compte les risques de gestion « actif-passif » pris par l'investisseur (risque de taux, risque de change, risque de liquidité, etc). Sur les marchés européens, l'un des éléments essentiels dans la détermination du prix d'un titre émis dans le cadre d'une opération de titrisation, au-delà de la note, reste la médiocre liquidité du marché secondaire et la faible performance des *market makers*. Au cours des dernières années, on a cependant observé une part nettement plus importante des investissements des gestionnaires de portefeuilles alloués aux opérations de titrisation. Ceci s'expliquerait par la familiarisation croissante des investisseurs à ce type d'opérations ainsi que par la recherche d'un rendement plus attractif en période de taux d'intérêt faible. L'utilisation de la notation dans la détermination du prix d'un titre émis dans le cadre d'une opération de titrisation est également encouragée par la gestion plus dynamique de la valeur du portefeuille de dettes : aujourd'hui, la plupart des investisseurs essaient d'évaluer de manière périodique la valeur de leur portefeuille et ne gardent plus nécessairement leurs titres jusqu'à maturité.

La note d'un titre émis par un véhicule de titrisation est-elle plus stable que celle des autres titres ?

Parallèlement, bon nombre d'intervenants ont estimé que les notes étaient plus stables sur les opérations de titrisation que sur le secteur des



entreprises : il leur parut alors intéressant d'investir dans cette classe d'actifs afin de limiter le risque d'une dégradation de note, donc de dévalorisation d'un titre détenu en portefeuille.

S'il est vrai que les notes sur les opérations de titrisation n'affichent pas les mêmes matrices de transition que les notes d'autres secteurs, l'étude des mouvements de notes sur les marchés de la titrisation montre que cette stabilité est relative et en partie artificielle¹. En effet, sur ce marché encore en développement, de nombreux sponsors d'opérations de titrisation ont préféré ajuster à la hausse leur rehaussement de crédit plutôt que de voir l'une de leurs opérations dégradée. C'est pourquoi les premiers abaissements de note sur des opérations de titrisation ne se justifiaient que par la dégradation de la note d'un des intervenants. Néanmoins, aujourd'hui, la baisse de la qualité de crédit des actifs sous-jacents représente la moitié des cas de baisse de note et la quasi totalité des cas d'augmentation du niveau de rehaussement de crédit compatible avec la note initiale.

Suivi de la qualité de crédit des actifs sous-jacents et des intervenants

L'enjeu permanent sur une opération de titrisation est de surveiller l'évolution des performances des actifs sous-jacents après l'émission². Les grands investisseurs institutionnels se plaignent des difficultés qu'ils éprouvent à trouver l'information nécessaire pour effectuer ce travail et, au final, se reposent grandement sur les agences de notation pour deux raisons.

D'une part, il leur est parfois difficile d'accéder à toute information : les sociétés de gestion des actifs cédés ou les arrangeurs ne sont en effet pas toujours enclins à transmettre ces renseignements facilement.

D'autre part, cette activité requiert beaucoup de temps. Même si les grands institutionnels français ont constitué depuis le lancement de l'euro d'importants départements de « risque de crédit », peu de leurs analystes sont spécialistes des opérations de titrisation. En outre, le suivi d'une opération de titrisation nécessite en moyenne une demi-journée par trimestre pour un investisseur aguerri. Un tel investissement en temps et en ressources conduit donc nombre d'acheteurs à se fier aux agences.

A cet égard, Moody's a créé des équipes de *monitoring* (ou suivi) spécialisées. Ces équipes s'assurent régulièrement (en général une fois par mois) de la cohérence des performances de chaque véhicule de titrisation avec la note attribuée aux différents titres émis par ce véhicule. Ce sont ces équipes qui, si nécessaire, prennent l'initiative de proposer un relèvement ou un abaissement de note.

Réel gain de temps pour l'investisseur institutionnel, la notation s'est donc imposée sur tous les marchés de financements structurés, et, à

l'exception d'opérations privées, elle est le passage obligé pour accéder aux principaux gérants de portefeuilles.

Les différents aspects de la valeur ajoutée de la notation dans les opérations de titrisation exposés précédemment s'illustrent particulièrement bien dans les opérations de type CBO/CLO (Collateralised Bonds Obligations / Collateralised Loans Obligations) ainsi que dans les opérations TCAA (Titres courts adossés à des actifs).

*LA NOTATION DES OPÉRATIONS DE CBO/CLO :
COMMENT MOODY'S ANALYSE-T-ELLE LE RISQUE
DE CRÉDIT DE CES TRANSACTIONS ?*

Définition d'une opération CBO/CLO

Une opération de type CBO/CLO consiste en la titrisation d'un portefeuille de titres (CBO) ou d'un nombre limité de prêts à des entreprises (CLO). Les titres émis au cours de ces opérations ont un risque de crédit adossé à la performance des actifs présents dans le portefeuille. En général, la nature des actifs est connue des investisseurs (prêts ou obligations classiques) alors que les noms des sociétés qui émettent les obligations ou qui souscrivent les prêts concernés restent souvent confidentiels auprès du public.

Comment Moody's analyse-t-elle ces opérations ?

Lors de son analyse du risque de crédit de ces opérations, Moody's dispose en général de la constitution exacte du portefeuille d'obligations cédé ; ce qui lui permet d'évaluer le risque de crédit sur le portefeuille global.

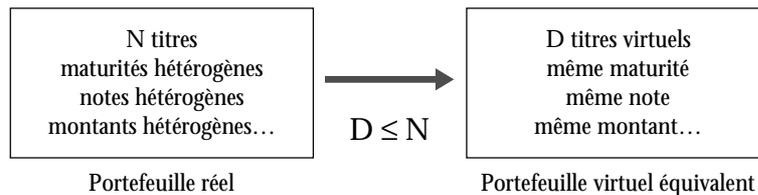
Dans ce cadre, l'étude du portefeuille se déroule en plusieurs étapes :

- étude de la concentration géographique des actifs du portefeuille ;
- identification du secteur d'activité relatif à chaque obligation ou prêt. Moody's répertorie 33 secteurs d'activité distincts ;
- mesure de la diversité du portefeuille. La diversité s'interprète comme le nombre d'obligations indépendantes de même montant et de même rendement que comporterait un portefeuille virtuel équivalent (en risque et en rendement) au portefeuille réellement titrisé. Cela correspond donc au nombre d'actifs indépendants du portefeuille. On étudie alors le portefeuille virtuel équivalent constitué de ces actifs indépendants au lieu du portefeuille réel ;
- étude des différents scénarios de défaillance d'un ou plusieurs de ces actifs indépendants et de leurs impacts sur les parts émises. Les pertes sur les parts selon ces différents scénarios sont pondérées par la probabilité de survenance de chacun de ces scénarios afin d'obtenir une espérance de perte sur les parts dont résultera la note de Moody's. La probabilité de



survenance des différents scénarios sur le nombre de défauts est évaluée par une loi de probabilité binomiale. La probabilité de défaut d'un actif du portefeuille virtuel équivalent est obtenue en calculant la note moyenne du portefeuille initial (moyenne pondérée des notes des actifs de départ).

Graphique n°4
Principe du score de diversité



L'agence de notation disposant de l'information sur la composition du portefeuille peut ainsi mener à bien une étude précise des performances de celui-ci et en déduire les conséquences en termes de risque de crédit pour les investisseurs. Ces derniers disposent alors par le biais de la notation d'une information synthétique sur le risque de crédit de ces titres émis lors d'une opération de type CBO.

Par exemple, dans le cas de l'opération de OLAN Enterprises Plc mise en place par la BNP en 1999, le portefeuille de référence est composé de 109 entités. Moody's a analysé ce portefeuille suivant les étapes décrites ci-dessus en tenant compte de sa diversification sectorielle et de la note des actifs. La diversité obtenue était alors de 47 pour une note moyenne du portefeuille de A3. Autrement dit, le portefeuille initial est équivalent à un portefeuille composé de 47 actifs virtuels indépendants ayant chacun la note moyenne du portefeuille initial, ce qui permet de déduire la probabilité de défaut de chacun de ces actifs virtuels. A partir de ces données sur le portefeuille virtuel équivalent, tous les scénarios de défaut des actifs virtuels - correspondant au nombre d'actifs pouvant faire défaut au cours de l'opération - sont générés afin de mesurer leur impact sur les quatre catégories de parts émises. Pour chaque scénario de défaut, les pertes sur les parts sont calculées et pondérées par la probabilité de survenance du scénario, ce qui permet de calculer l'espérance de perte de chacune des trois tranches de parts notées et ainsi d'obtenir les notes de ces tranches.

Dans le cas d'un CLO, l'agence de notation étudie également les procédures d'octroi et de gestion des prêts concernés. Elle mène, en général, une visite opérationnelle auprès du prêteur et de l'organisme chargé du recouvrement des prêts. Ces procédures sont par la suite prises en compte dans l'analyse du risque de crédit et influent sur la notation. Elles permettent notamment aux agences de notation de s'assurer de la



cohérence entre les données statistiques sur les taux de récupération des prêts et les procédures opérationnelles dont ces statistiques découlent. Grâce à ces expertises menées par les agences, les investisseurs peuvent s'assurer de la bonne ou mauvaise qualité de recouvrement des prêts.

Par exemple, dans le cas de l'opération CLO Dijon Finance mise en place par la banque Goldman Sachs au premier semestre 1999, la Société de Développement Régional (SDR) Centrest a cédé un portefeuille constitué de quelque 600 prêts octroyés à des PME/PMI de la région Centre-Est (Île-de-France, Bourgogne, Franche-Comté) à la banque Goldman Sachs qui va titriser ce portefeuille. Goldman Sachs, alors nouveau propriétaire des prêts, fait appel à une de ses filiales spécialisées Archon Group France pour la gestion et le recouvrement de ses prêts. Moody's s'est rendu au siège français de la société afin de constater l'efficacité du recouvrement et de la gestion des prêts cédés par Centrest auxquels sont adossées les parts émises. Moody's a constaté la fiabilité des systèmes informatiques utilisés par Archon Group France. Par la suite, Moody's a tenu compte de ces observations lors du choix d'hypothèses de récupération des prêts cédés.

La notation reflète alors non seulement l'analyse quantitative du risque de crédit lié au type d'actifs présents dans le portefeuille titrisé mais aussi une analyse qualitative liée à la capacité des intervenants à assurer leurs fonctions.

De plus, l'agence de notation prend en compte dans son analyse la structure juridique de l'opération et étudie les mécanismes mis en jeu dans la structure de l'opération permettant d'assurer le paiement des porteurs de parts.

On voit donc à travers cet exemple l'expertise à la fois quantitative et qualitative qu'apporte l'agence de notation dans l'analyse de ce type d'opérations CLO/CBO. Cette expertise peut être menée grâce aux informations privilégiées dont dispose l'analyste de l'agence de notation. Ces informations seront traitées par le biais d'un travail de modélisation complexe des flux de paiement en jeu dans l'opération concernée. Ce travail d'analyse nécessitant beaucoup de temps et un grand nombre d'informations qui ne sont pas toujours publiques, les investisseurs peuvent bénéficier, par le biais de la notation, d'une analyse approfondie du risque de crédit synthétisée en un indicateur : la note. De plus, ils bénéficient d'un suivi régulier du risque de crédit sur les titres qui les intéressent grâce aux procédures de suivi mises en place dans les agences de notations.

En ce qui concerne les opérations de CLO/CBO, Moody's veille à l'évolution de la composition des portefeuilles d'obligations ou de prêts et actualise ses calculs à chaque changement de composition des portefeuilles. De la même façon, Moody's suit quotidiennement les variations

possibles des notes des actifs présents dans chacun des portefeuilles des opérations de CBO notées afin de réagir rapidement en cas de dégradation ou d'amélioration de la note d'un ou plusieurs de ces actifs. L'investisseur bénéficie donc d'un indicateur très réactif du risque de crédit des titres CBO. Les informations concernant les actifs détenus dans le portefeuille étant souvent privées, les investisseurs ne peuvent mener une analyse approfondie du risque de crédit des parts qui pourrait, par ailleurs, leur prendre beaucoup de temps. Ils se réfèrent alors naturellement à la notation.

LA VALEUR AJOUTÉE DE LA NOTATION DES TCAA³

La notation compense l'absence d'information

En règle générale, le détenteur d'un TCAA ne connaît pas le nom des cédants des actifs titrisés.

Les seules sources d'informations dont il dispose sont les prospectus publiés par les administrateurs et les analyses publiées par les agences de notation⁴. En particulier, il lui sera difficile d'obtenir des informations détaillées concernant certains risques importants comme, par exemple, le risque de dilution sur des créances commerciales (ristournes, avoirs, etc.) ou le risque de surconcentration de certains débiteurs. Ce manque d'information sur les cédants et sur les actifs cédés est d'autant plus préjudiciable à l'investisseur que les véhicules de TCAA sont parfois structurés de manière à associer les actifs d'un cédant à une émission (compartimentation). L'investisseur ne bénéficie donc que partiellement de la diversification des actifs refinancés.

Dans ce contexte, la notation constitue un outil indispensable dans la mesure où l'analyste aura eu connaissance de l'ensemble des risques qui peuvent affecter l'investisseur et en aura tenu compte lors de l'attribution d'une note. La note court terme P-1⁵ indique, par exemple, que le papier sera remboursé avec un très haut degré de certitude.

Les véhicules d'arbitrage de crédit tels que Fidex (BNP-Paribas) ou Certain (Société Générale) constituent un bon exemple à cet égard. La documentation contractuelle de ces véhicules ne leur permet d'investir que dans des titres notés. Or, si cette documentation prévoit, en général, des règles d'investissement (diversification par secteur géographique, par secteur d'activité, par note des titres, etc.), l'investisseur ne connaît pas le nom des titres effectivement achetés.

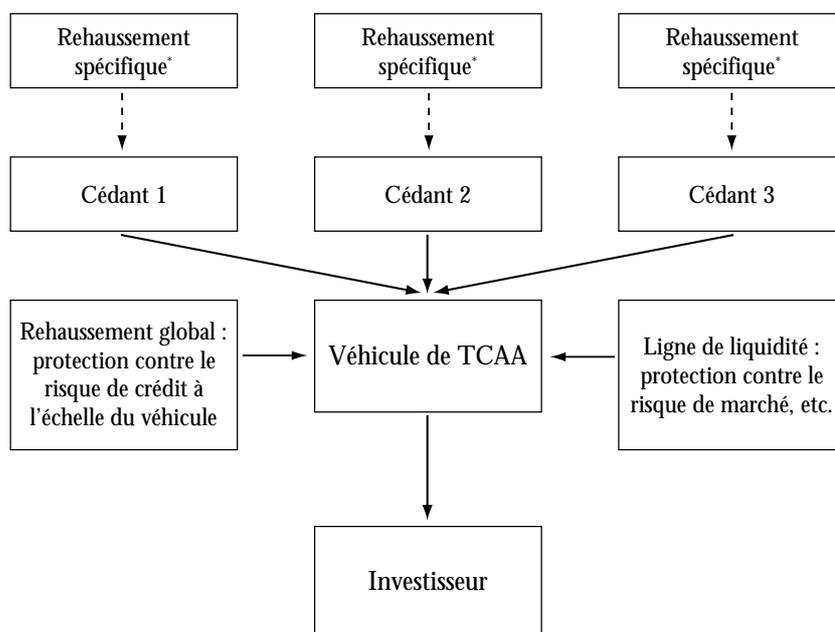
En revanche, il dispose des rapports des agences de notation qui assurent le suivi de l'opération. En particulier, à chaque modification du portefeuille, l'agence veillera à ce que le montant de la lettre de crédit (qui sert de protection aux investisseurs) soit toujours compatible avec la note du programme.

La note comprend, en outre, une évaluation de la capacité de l'administrateur à gérer son opération. L'agence de notation s'assure de la capacité de l'administrateur à gérer les achats de créances commerciales, à respecter les contraintes juridiques et contractuelles qui régissent la cession des actifs, à collecter les sommes reçues et, si nécessaire, à tirer en temps et en heure sur la ligne de liquidité ou la lettre de crédit.

La maîtrise de la structure

Les véhicules de TCAA se distinguent par la complexité des structures. Dans le cas le plus général, la protection contre le risque de défaut est assurée à la fois par le cédant, le fournisseur de la ligne de liquidité et le fournisseur du rehaussement de crédit « global » (disponible pour l'ensemble des actifs).

Graphique n°5
Structure classique d'une opération de TCAA



* Rehaussement spécifique : protection contre le risque de crédit à l'échelle d'un portefeuille.

Le cédant apporte parfois un premier niveau de rehaussement de crédit sous la forme de surdimensionnement des créances cédées par rapport au montant des TCAA qui les financent. Le rehaussement global (lettre de crédit, engagement de rachat, etc) empêche que la défaillance d'un des portefeuilles d'actifs n'affecte l'ensemble des TCAA émis. Enfin, la ligne de liquidité assure une protection contre le risque

d'assèchement du marché des TCAA mais aussi parfois contre d'autres risques (dilution, risque sur le cédant, risque juridique...).

Dans ce contexte, Moody's n'analyse pas séparément chacun de ces trois mécanismes mais bel et bien l'imbrication des trois. Le calcul du rehaussement global dépendra par exemple de la taille des différents rehaussements spécifiques, du nombre de portefeuilles d'actifs... Le rehaussement spécifique et le rehaussement global dépendront à leur tour de mécanismes de fonctionnement de la ligne de liquidité. Moody's tient donc compte de l'ensemble des risques de défaillance et des mécanismes de protection contre ces risques afin de s'assurer que les fonds seront disponibles en temps et en heure.

En France, Antalis et LMA sont des exemples de telles structures. Dans le cas d'Antalis, la Société Générale fournit une lettre de crédit dont le montant est limité ainsi qu'une ligne de liquidité. En ce qui concerne LMA, un syndicat de liquidité conduit par les banques Commerzbank et Rabobank garantit le remboursement intégral des billets de trésorerie.

Compte tenu du grand nombre de véhicules de TCAA, de la diversité des structures et des actifs, la notation constitue pour l'investisseur un gain en temps d'analyse ainsi qu'une source d'information supplémentaire.

LES NOUVEAUX TYPES D'OPÉRATIONS : LA TITRISATION DE STOCKS OU DE CRÉANCES FUTURES

Depuis peu, le marché français connaît des opérations de financement de stock et de créances futures telles que Wools Finance et Marne et Champagne Finance.

La notation de telles transactions comprend une estimation de la capacité opérationnelle du cédant à exécuter ses contrats futurs et à maintenir la qualité de sa production. Le contrôle des procédures devient, dès lors, déterminant, car l'investisseur n'est plus seulement exposé aux risques liés à un actif existant, mais également aux risques liés à un actif futur. Moody's est alors amenée pour ces opérations à entreprendre une analyse pointue des évolutions possibles de certaines variables déterminantes.

Ces variables sont parfois imprévisibles et volatiles ; l'analyse du risque induit devient alors peu intuitive. La notation constitue alors une aide précieuse pour l'investisseur.

Dans le contexte de la complexité accrue des structures, l'agence de notation permet à l'investisseur de mieux reconnaître les points clés d'une opération de titrisation et les éléments d'appréciation des actifs.

La notation finale représente pour lui un niveau absolu en termes de risque reflété par la perte attendue et relatif par rapport à d'autres transactions.

En ce qui concerne l'émetteur, l'agence de notation joue un rôle d'expert en menant une analyse fine du risque de crédit des titres émis lui permettant de déterminer le support de crédit adapté à ses objectifs de notation. L'agence de notation intervient alors comme un élément d'aide à la décision dans le cadre d'une opération de titrisation lui permettant d'optimiser sa gestion financière ainsi que sa rentabilité économique.

NOTES

1. Cf Moody's Special Comment, *Rating Changes in the Asset-Backed Securities Market*: August 1999 update
2. Cf Moody's Special Comment, *Les seuils de déclenchement dans la titrisation*, Novembre 1999
3. Cf. Moody's Special Report, *Introduction aux programmes Asset Backed Commercial Paper (ABCP)*, Mars 2000
4. ABCP *Quarterly Review*, Moody's Investors Service, New York.
5. Une note court terme reflète la probabilité qu'il y ait un retard de paiement à la date de maturité d'un billet de trésorerie.