



**MÉTHODOLOGIE DE NOTATION DES  
OBLIGATIONS VERTES**

## Table des matières

Introduction : l'échelle de notation.....	3
Signification des notations NOV .....	4
Eligibilité des actifs sous-jacents aux obligations soumises à la notation NOV .....	4
Définition des notations NOV.....	5
Les facteurs de notation.....	6
Pondération des Facteurs de Notation NOV (FN.NOV).....	6
Définition des Facteurs de Notation NOV.....	6

## Introduction : l'échelle de notation

1. L'échelle de notation de West Africa Rating Agency (WARA) en matière de notation des obligations vertes (NOV) est par construction une échelle de notation régionale. Cela signifie que WARA, par défaut, assignera des notations aux obligations vertes émises en UEMOA. 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. WARA ne s'interdira pas d'assigner des notations aux obligations vertes en dehors de l'UEMOA, le cas échéant, mais dans ce cas, d'autres échelles de notation NOV seront développées par WARA, ce qui supposera alors une révision de la présente méthodologie pour y inclure d'autres échelles internationales, régionales et/ou nationales.
3. Il est important de souligner que les notations NOV ne sont pas des notations de crédit, mais des notations extra-financières par essence et par construction. En d'autres termes, WARA n'utilisera pas son échelle de notation de crédit pour l'évaluation de l'allocation et de la gestion effectives des montants émis vers des projets respectueux de l'environnement. Pour ce faire, WARA a développé une échelle différente pour la notation NOV, présentée sur le tableau 1 ci-dessous.

**Tableau 1.** Echelle de notation pour l'évaluation de l'allocation et de la gestion effectives des montants émis vers des projets respectueux de l'environnement (NOV)

Échelle régionale NOV
NOV-1
NOV-2
NOV-3
NOV-4
NOV-5
NOV-6

4. Cette notation NOV s'accompagnera d'une perspective, qui peut être « Positive », « Stable » ou « Négative ». La notation NOV ne sera pas soumise à une éventuelle mise sous surveillance, contrairement aux notations de crédit. L'horizon des notations NOV est par construction le moyen terme, à savoir 3 ans. Quant à la perspective, elle renvoie à une possibilité d'évaluation de la note à court terme, à savoir 1 an. Au demeurant, par exemple, une notation NOV s'écrira : « NOV-2/Positive ».
5. D'une manière générale, WARA évitera d'assigner des notations NOV aux émissions d'obligations vertes dont les émetteurs n'auraient pas explicitement et contractuellement fait appel aux services de notation NOV de l'agence. Autrement dit, dans le cas général, WARA devrait limiter au minimum la publication de notations NOV non sollicitées. Cela dit, dans certains cas, qui resteront rares en principe, WARA ne s'interdira pas d'émettre de telles notations, basées uniquement sur des informations publiques. Dans ce cas, les notations NOV seront précédées du préfixe « ns. ». Par exemple, une notation NOV non-sollicitée évaluée dans la catégorie « NOV-2 » sera présentée sous la forme : « ns.NOV-2 ». En faisant l'hypothèse d'une perspective « Positive », cette notation NOV s'écrira : « ns.NOV-2/Positive ».
6. WARA peut aussi être sollicitée pour assigner des notations NOV à d'autres instruments de dette que des obligations (y compris des obligations issues de transactions de titrisation) comme : les dettes bancaires, les dettes subordonnées, les obligations en placements privés, les dettes inter-entreprises, les financements de projets, les dettes concessionnelles, les dettes bilatérales et multilatérales.

7. Il est important de noter que WARA ne fournira pas de services de conseil ni ne mesurera l'impact environnemental des projets financés par les obligations vertes (at autres dettes similaires recevant une notation NOV de WARA).

### Signification des notations NOV

8. Les notations NOV de WARA mesurent l'efficacité avec laquelle un émetteur d'obligations vertes alloue et gère les ressources drainées par ces obligations vers des projets respectueux de l'environnement, par rapport à l'efficacité d'autres émetteurs d'obligations vertes. Par conséquent, les notations NOV de WARA ont d'abord un contenu ordinal. Par exemple, lorsqu'un émetteur ouest-africain d'obligations vertes est noté NOV-2 par WARA, cela signifie que WARA estime que son efficacité allocative et managériale de ses ressources vertes est supérieure à celle d'un émetteur noté NOV-3, et inférieure à celle d'un émetteur noté NOV-1.
9. En revanche, les notations NOV de WARA n'ont aucun contenu cardinal. En effet, les notations NOV de WARA ne mesurent i) ni l'impact environnemental des projets financés par les obligations vertes, ii) ni l'intensité avec laquelle l'émetteur lui-même, en-dehors des projets financés par l'obligation verte, est génériquement respectueux de l'environnement dans l'ensemble de ses activités. On ne pourra donc pas dire que tel ou tel émetteur est noté NOV-2, mais que telle ou telle émission est notée NOV-2.

### Eligibilité des actifs sous-jacents aux obligations soumises à la notation NOV

10. En matière de notation NOV, WARA adhère à, et s'inscrit explicitement dans l'approche développée par le Groupe ICMA (International Capital Market Association - <https://www.icmagroup.org/>) en matière d'émission d'obligations vertes. ICMA a en effet développé un canevas (ou ensemble de principes) dans le cadre duquel les obligations vertes devraient être émises (Green Bond Principles - <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>).
11. Dans le cadre de ces principes, une liste limitative de projets sous-jacents aux émissions d'obligations vertes a été établie. Cette liste, à laquelle WARA souscrit également, est la suivante :
12. **Projets d'énergies renouvelables** (y compris la production, la transmission, les appareils et les produits);
13. **Projets d'efficacité énergétique** (comme dans les bâtiments neufs et rénovés, le stockage d'énergie, le chauffage urbain, les réseaux intelligents, les appareils et les produits);
14. **Projets de prévention et contrôle de la pollution** (y compris la réduction des émissions atmosphériques, le contrôle des gaz à effet de serre, la dépollution des sols, la prévention des déchets, la réduction des déchets, le recyclage des déchets en éco-énergie et la production d'énergie à partir des déchets);
15. **Projets de gestion écologiquement durable des ressources naturelles vivantes et de l'utilisation des terres** (y compris agriculture écologiquement durable; élevage écologiquement durable; intrants agricoles intelligents face au climat tels que la protection biologique des cultures ou l'irrigation au goutte-à-goutte; pêche et aquaculture écologiquement durables; foresterie écologiquement durable, y compris le boisement ou reboisement et préservation ou restauration des paysages naturels);
16. **Projets de conservation de la biodiversité terrestre et aquatique** (y compris la protection des environnements côtiers, marins et des bassins versants);
17. **Projets de transports propres** (tels que les transports électriques, hybrides, publics, ferroviaires, non motorisés et multimodaux, les infrastructures pour les véhicules à énergie propre et la réduction des émissions nocives);

18. **Projets de gestion durable de l'eau et des eaux usées** (y compris les infrastructures durables pour l'eau propre et/ou potable, le traitement des eaux usées, les systèmes de drainage urbain durable et la formation fluviale et d'autres formes d'atténuation des inondations);
19. **Projet d'adaptation au changement climatique** (y compris les systèmes de soutien à l'information, tels que les systèmes d'observation du climat et d'alerte précoce);
20. **Projet de production, assemblage, distribution et commercialisation de produits éco-efficaces et / ou adaptés à l'économie circulaire, technologies et processus de production** (tels que le développement et l'introduction de produits écologiquement durables, avec un écolabel ou une certification environnementale, un emballage et une distribution économes en ressources); et
21. **Projet de construction, aménagement et réhabilitation des bâtiments verts** (qui répondent à des normes ou certifications régionales, nationales ou internationales reconnues.

### Définition des notations NOV

Niveau de notation NOV	Définition du niveau de notation NOV
NOV-1	L'émetteur d'obligations vertes, dans le cadre de cette émission d'obligations vertes, fait preuve d'une <b>excellente</b> efficacité en termes d'allocation et de gestion des ressources émanant de l'émission d'obligations verte vers des projets respectueux de l'environnement. La plupart des facteurs de notation NOV atteignent des niveaux <b>supérieurs</b> .
NOV-2	L'émetteur d'obligations vertes, dans le cadre de cette émission d'obligations vertes, fait preuve d'une <b>très bonne</b> efficacité en termes d'allocation et de gestion des ressources émanant de l'émission d'obligations verte vers des projets respectueux de l'environnement. Les facteurs <i>primaires</i> de notation NOV atteignent des niveaux <b>élevés</b> , mais certains facteurs <i>secondaires</i> peuvent contenir des <b>éléments de risque</b> .
NOV-3	L'émetteur d'obligations vertes, dans le cadre de cette émission d'obligations vertes, fait preuve d'une <b>bonne</b> efficacité en termes d'allocation et de gestion des ressources émanant de l'émission d'obligations verte vers des projets respectueux de l'environnement, dans l'ensemble. Les facteurs de notation NOV, tant <i>primaires</i> que <i>secondaires</i> , atteignent des niveaux <b>moyens à élevés</b> .
NOV-4	L'émetteur d'obligations vertes, dans le cadre de cette émission d'obligations vertes, fait preuve d'une efficacité <b>satisfaisante</b> en termes d'allocation et de gestion des ressources émanant de l'émission d'obligations verte vers des projets respectueux de l'environnement, dans l'ensemble. Les facteurs de notation NOV, tant <i>primaires</i> que <i>secondaires</i> , atteignent des niveaux <b>moyens</b> . Cela dit, certains facteurs <i>primaires</i> peuvent contenir <b>des éléments de risque</b> .
NOV-5	L'émetteur d'obligations vertes, dans le cadre de cette émission d'obligations vertes, fait preuve d'une <b>faible</b> efficacité en termes d'allocation et de gestion des ressources émanant de l'émission d'obligations verte vers des projets respectueux de l'environnement, dans l'ensemble, dans l'ensemble. Les facteurs <i>primaires</i> de notation NOV atteignent des niveaux <b>inférieurs</b> , quand bien même les facteurs <i>secondaires</i> pourraient être satisfaisants.
NOV-6	L'émetteur d'obligations vertes, dans le cadre de cette émission d'obligations vertes, fait preuve d'une <b>très faible</b> efficacité en termes d'allocation et de gestion des ressources émanant de l'émission d'obligations verte vers des projets respectueux de l'environnement, dans l'ensemble, dans l'ensemble. La plupart des facteurs de notation NOV atteignent des niveaux <b>inférieurs</b> .

22. Contrairement à la notation de crédit, la notation NOV n'entend pas mesurer la probabilité d'honorer en temps et en heure les obligations vertes notées. La notation NOV mesure uniquement l'efficacité allocative et managériales relative aux ressources émanant de l'émission obligataire verte. C'est la raison pour laquelle les

notations NOV ne bénéficieront d'aucuns facteurs de support externe et seront par conséquent et par construction des notations intrinsèques.

23. En revanche, les notations NOV peuvent coexister avec des notations de crédit, ou bien être utilisées par les émetteurs d'obligations vertes de manière intrinsèque et distincte, indépendamment de la notation de crédit.

### Les facteurs de notation

24. Ici aussi, WARA s'inspire des Green Bond Principles de l'ICMA, lesquels reposent sur les 4 piliers qui sous-tendent une émission d'obligations reconnues comme vertes : l'usage des fonds ; le processus d'évaluation et de sélection des projets ; la gestion et l'administration des fonds et des projets sous-jacents ; et la transparence du reporting en matière d'allocation des fonds.
25. Dans une perspective similaire à celle de l'ICMA, WARA a choisi de faire reposer la notation NOV sur 6 Facteurs de Notation NOV (FN.NOV), répartis dans 2 catégories : (i) les FN.NOV Primaires ; et (ii) les FN.NOV Secondaires.
26. Chaque FN.NOV (de FN.NOV1 à FN.NOV6) fait l'objet d'un Score ( $S_n$ ,  $n=1$  à 6) et d'une Pondération ( $W_n$ ,  $n=1$  à 6). Les Scores relatifs à chacun des 6 FN.NOV seront déterminés par le Comité de Notation sur une échelle de 1 à 6, où 1 représente le score le plus élevé, tandis que 6 représente le score le plus faible. La notation NOV est la somme pondérée des 6 Scores, selon la formalisation suivante :

$$NOV = \sum_{n=1}^6 W_n \times S_n$$

### Pondération des Facteurs de Notation NOV (FN.NOV)

27. La liste et la pondération des 6 FN.NOV dans leurs 2 catégories sont reportées dans le tableau ci-dessous :

FN.NOV	Catégories	Nature des facteurs de risque	Acronymes	Pondérations (catégories)	Pondérations $W_n$ (par FN.NOV)	Scores	Scores pondérés
FN.NOV1	Facteurs de notation NOV Primaires	Usage des fonds	UF	65%	30%	S1	$W1 \times S1$
FN.NOV2		Processus d'évaluation des projets	PE		20%	S2	$W2 \times S2$
FN.NOV3		Processus de sélection des projets	PS		15%	S3	$W3 \times S3$
FN.NOV4	Facteurs de notation NOV Secondaires	Qualité de la gouvernance et de l'organisation vertes	GO	35%	10%	S4	$W4 \times S4$
FN.NOV5		Gestion et administration des projets verts	GA		15%	S5	$W5 \times S5$
FN.NOV6		Transparence et continuité du reporting	TR		10%	S6	$W6 \times S6$
Score pondéré total							$\sum W_n \times S_n$

28. Mécaniquement, la somme des scores pondérés aboutit à un Score Pondéré Total (SPT). Ce SPT est ensuite transcrit en langage de notation, par le biais d'une table de correspondance entre les SPT et les notations NOV. Ce mapping est reporté dans le tableau suivant :

SPT		NOV
De:	A:	
1,00	1,83	NOV-1
1,84	2,67	NOV-2
2,68	3,50	NOV-3
3,51	4,33	NOV-4
4,34	5,16	NOV-5
5,17	6,00	NOV-6

### Définition des Facteurs de Notation NOV

29. Les 6 Facteurs de Notation NOV (FN.NOV) de WARA sont présentés en détail dans les sections qui suivent. La Carte des Scores que WARA publiera en même temps que ses Rapports d'Analyse se trouve reportée à la fin de ce document.



## Les FN.NOV Primaires d'efficacité allocative : Pondération de 65%

30. **FN.NOV1 : Usage des fonds (UF ; Pondération de 30%)** : L'usage des fonds est le facteur de notation NOV le plus important, lequel est pondéré individuellement à 30%. Ce facteur se décompose lui-même en trois dimensions.
31. Premièrement, WARA attache une importance vitale à la qualité de la taxonomie à l'aune de laquelle les fonds émanant de l'émission obligataire seront alloués aux projets réputés respectueux de l'environnement. Il existe différentes taxonomies, y compris les Green Bond Principles de l'ICMA, mais aussi celle de l'Initiative des Obligations Climatiques (Climate Bond Initiative), celle de la Société Financière Internationale ou celle de l'OCDE, parmi d'autres. Ces taxonomies sont reconnues internationalement et ont fait l'objet d'un large consensus quant aux critères d'éligibilité des projets envisagés et leur importance pour le respect de l'environnement. Par conséquent, WARA considère qu'elles constituent un référentiel supérieur en termes de qualité par rapport à des taxonomies moins bien reconnues, voire ad hoc.
32. Deuxièmement, WARA évaluera la distance qui sépare les politiques et procédures internes d'allocation des fonds verts aux projets verts par rapport à ce que suggère la taxonomie utilisée comme référentiel. Ici, WARA entend quantifier l'adéquation et la profondeur des mécanismes internes d'allocation par rapport au référentiel choisi. La qualité de la documentation transcrivant, au sein de l'organisation, les principes énumérés dans le référentiel taxonomique choisi sera la base de cette mesure. Le respect des procédures que l'organisation se donne à elle-même pour se tenir en permanence en adéquation avec ses politiques en est le corollaire naturel, que WARA mesurera aussi.
33. Troisièmement, l'analyse portera sur la proportion des fonds (émanant des obligations vertes) effectivement allouée à des projets respectueux de l'environnement, selon les normes de la taxonomie choisie. Typiquement, si cette proportion est supérieure à 90%, le score de ce sous-facteur sera de 1 ; si en revanche, cette proportion est inférieure à 50%, le score de ce sous-facteur sera de 6.
34. UF mesure la qualité de la taxonomie, des politiques et des procédures d'allocation des fonds verts vers des projets verts, eu égard à leur proportion relative au montant de l'émission d'obligations vertes.
35. **FN.NOV2 : Processus d'évaluation des projets (PE ; Pondération de 20%)** : Le facteur relatif au processus d'évaluation des projets verts, pondéré à 20%, s'entend comme les mécanismes à l'aune desquels l'organisation saura mesurer a priori l'impact environnemental des projets verts susceptibles d'être financés par l'émission des obligations vertes. Ce facteur primaire contient trois dimensions.
36. Premièrement, de toute évidence, WARA évaluera la densité, la profondeur et, en définitive, la diversification du portefeuille de projets envisagés. Cette évaluation est fortement corrélée à la qualité du flux de projets éligibles, dit « deal flow ». Plus l'organisation aura le loisir de choisir dans un portefeuille vaste et diversifié, plus sa capacité d'impact environnemental sera puissante, ce que la notation NOV entend mesurer quantitativement et qualitativement. Typiquement, si les projets éligibles représentent en volume plus de 4 fois la taille de l'émission, un score de 1 sera assigné à ce sous-facteur ; si, au contraire, le portefeuille éligible représente des investissements potentiels inférieurs à 1 fois la taille de l'émission d'obligations vertes, un score de 6 sera assigné.
37. Deuxièmement, WARA examinera la qualité des critères qualitatifs et quantitatifs d'évaluation des projets. S'il est bon de disposer d'un portefeuille vaste dans lequel opter pour les meilleurs projets environnementaux, il est tout aussi positif pour la notation NOV de savoir identifier, ab initio, ceux de ces projets qui auront le meilleur impact environnemental. WARA veillera à examiner en détail les grilles d'analyse qualitative et quantitative utilisée par l'organisation émettrice en amont de son processus de sélection, pendant la phase d'évaluation. Ces critères doivent être pertinents, efficaces, parcimonieux et testés.
38. Troisièmement, forts de l'évaluation préalables, nos analystes s'attacheront à porter un regard critique sur l'impact attendu des projets financés par l'émission d'obligations vertes. Plus l'impact environnemental attendu sera tangible, à des degrés élevés, à divers horizons de temps, plus le score assigné sera élevé. Typiquement, un impact environnemental à haut niveau de certitude, à degré élevé et à horizon court sera affublé d'un score de 1.

39. PE mesure la qualité du processus par le biais duquel l'organisation émettrice des obligations vertes évalue l'impact environnemental des projets financés par ces obligations vertes.
40. **FN.NOV3 : Processus de sélection des projets (PS ; Pondération de 15%)** : Le facteur relatif au processus de sélection des projets verts, pondéré à 15%, s'entend comme les mécanismes à l'aune desquels l'organisation choisira, parmi les projets éligibles, ceux qui seront effectivement financés par les ressources émanant de l'émission d'obligations vertes. Ce facteur primaire, pondéré à 15%, contient trois dimensions.
41. Premièrement, WARA applique un critère de pertinence de sélection par rapport aux autres enjeux concurrents. Financer des projets verts peut être, ou au contraire ne pas être, en phase avec les exigences de rentabilité des actionnaires et avec les priorités de la collectivité publique. Plus le degré d'adéquation et d'alignement des intérêts des différentes parties prenantes aux projets verts sélectionnés sera élevé, plus le score de ce sous-facteur sera à son tour élevé.
42. Deuxièmement, WARA s'attachera à porter un regard critique quant aux modalités de prise de décision en matière de sélection des projets verts financés. Plus le processus de décision sera collégial, plus le score de sous-facteur sera proche de 1 ; plus il sera centralisé, plus le score s'en éloignera. En effet, faisant écho au sous-facteur précédent, un processus collégial veillera à intégrer au processus de décision des parties prenantes motivées par des intérêts différents, pas forcément financiers ni de nature politique. Aussi, la pluralité des points de vue sera considérée par l'agence comme un gage d'équilibre dans l'arbitrage décisionnel de l'organisation en termes d'allocation des fonds.
43. Troisièmement, WARA veillera à analyser en détail le niveau d'expertise interne et externe à la disposition de l'organisation en matière de sélection des projets environnementaux. Ce sous-facteur repose sur un critère de ressources humaines, techniques, technologiques et informationnelles. Plus ces ressources sont disponibles, dans un laps de temps limité et à des coûts raisonnables, plus le score de ce sous-facteur tendra vers 1.
44. PS mesure la pertinence, les modalités de prise de décision et les ressources du processus de sélection des projets susceptibles d'être financés par l'émission d'obligations vertes.

**Les FN.NOV Secondaires d'efficacité managériale : Pondération de 35%**

45. **FN.NOV4 : Qualité de la gouvernance et de l'organisation vertes (GO ; Pondération de 10%)** : Le facteur de qualité de la gouvernance et de l'organisation vertes est un des trois facteurs secondaires, pondéré à 10%. Ce facteur est construit autour de trois dimensions.
46. Premièrement, WARA mesurera la gouvernance verte de l'organisation émettrice. Ce concept de « gouvernance verte » indique le degré d'importance des enjeux environnementaux au sein de l'organisation, son poids relatif dans les prises de décision, la proportion des actifs verts dans les actifs totaux, et la part des métiers verts dans le portefeuille de métiers de l'organisation. Plus ces proportions relatives sont élevées, plus l'organisation émettrice sera incitée à une saine et robuste gestion de ses actifs et projets verts, notamment ceux qui auront été financés par l'émission d'obligations vertes, et plus le score de ce sous-facteur tendra vers 1.
47. Deuxièmement, WARA part du principe qu'une saine gouvernance apporte peu de valeur environnementale sans une organisation efficace de l'entité émettrice. La gouvernance est en effet un concept relatif aux orientations environnementales de l'entité émettrice, tandis que l'organisation est un concept managérial inhérent à l'efficacité de la prise de décision environnementale, elle-même fortement corrélée à l'efficacité managériale générale de l'entité en question. Par conséquent, l'agence s'attachera à mesurer le degré d'efficacité de l'architecture opérationnelle de l'organisation, notamment dans le pilotage et l'exécution des projets verts.
48. Troisièmement, WARA examinera l'importance incrémentale des questions environnementales dans la stratégie de l'émetteur. C'est un sous-facteur explicitement dynamique puisqu'il tend à mesurer la direction future que prendra le poids relatif des projets environnementaux dans le portefeuille exhaustif d'actifs de l'entité émettrice. Typiquement, si le taux de croissance des projets environnementaux est 3 fois supérieur à celui des autres activités



de l'entité, le score de ce sous-facteur sera de 1 ; s'il est inférieur 0,5 fois, le score sera de 6.

49. GO mesure la qualité de la gouvernance (orientation) et de l'organisation (implémentation) des projets verts au sein de l'entité émettrice des obligations vertes, de manière dynamique.
50. **FN.NOV5 : Gestion et administration des projets verts (GA; Pondération de 15%)** : Le facteur relatif à la gestion et à l'administration des projets verts est le second facteur de nature secondaire, pondéré à 15%. Il est construit autour de trois dimensions.
51. Premièrement, WARA s'attachera à comprendre dans quelle mesure les projets verts financés par l'émission d'obligations vertes sont gérés de manière séparée du reste du portefeuille d'actifs de l'entité émettrice. En effet, pour assurer la traçabilité des flux de financement, puis un reporting spécifique des projets verts et de leur impact, une gestion spécifique est considérée par WARA comme idéale au regard de l'émission obligataire. Plus la gestion sera spécifique, plus le score relatif à ce sous-facteur sera proche de 1.
52. Deuxièmement, WARA considère essentielle l'existence d'un audit vert interne. On entend par « audit vert » interne un contrôle tant de l'allocation des ressources issues de l'émission des obligations vertes vers les projets verts prévus que de leur impact environnemental, conduit par l'entité émettrice elle-même, dans le cadre de ses activités de contrôle interne. Une obligation verte est une obligation à double titre : c'est certes une obligation financière, mais elle porte aussi en elle une obligation (i.e. un engagement) d'usage spécifique, ce qui requiert que cet usage soit soumis à des mesures internes strictes.
53. Troisièmement, pour que l'opération soit crédible pour les investisseurs obligataires, un audit externe vert externe est tout aussi nécessaire. Mandat et délégation doivent être donnés à un réviseur externe à même de contrôler l'adéquation des allocations au plan initialement prévu ainsi que les impacts environnementaux en termes absolus et relatifs. L'auditeur externe doit bien entendu être indépendant et libre de tout conflit d'intérêt avec l'émetteur. WARA examinera le degré d'indépendance ainsi que la probabilité d'occurrence de tels conflits d'intérêt potentiels.
54. GA mesure le degré de ségrégation des projets verts financés par les obligations vertes, ainsi que les mécanismes de contrôle internes et externes mis en place pour assurer l'adéquation des allocations et des impacts environnementaux avec les plans ex ante.
55. **FN.NOV6 : Transparence et continuité du reporting (TR ; Pondération de 10%)** : Le facteur de transparence et de continuité du reporting, pondéré à 10%, s'entend comme la capacité et la volonté de l'émetteur des obligations vertes de rendre compte de ses choix d'allocation ex ante et ex post, de son impact environnemental attendu et effectif, sous le contrôle d'un regard externe et indépendant.
56. Premièrement, WARA attachera une importance particulière à la granularité des informations publiées dans le domaine public par l'émetteur au regard de l'usage des fonds collectés au terme de l'émission d'obligation verte, en amont de leur allocation effective. Suite à cet exercice de transparence ex ante, WARA attachera une importance tout aussi aiguë au reporting régulier ex post, c'est-à-dire en aval de l'allocation. En effet, dire ce que l'on fait et faire ce que l'on dit est le principe sous-jacent au concept de crédibilité environnementale, ce que nos notations NOV cherchent entre autres à mesurer. Plus cette granularité est forte, plus le score sera proche de 1 ; en outre, plus la distance entre le programme allocatif annoncé et les allocations effectives est faible, plus le score sera proche de 1.
57. Deuxièmement, WARA considère que le reporting allocatif ex ante et ex post n'est pas suffisant : il doit être augmenté d'un reporting clair, précis et détaillé quant aux impacts environnementaux effectifs, et d'un reporting tout aussi clair, précis et détaillé de l'éventuel décalage entre l'impact environnemental attendu et l'impact environnemental effectif. Ces informations gagneront, selon l'agence, à être diffusées non pas qu'aux parties prenantes à l'émission d'obligations vertes, mais à un public le plus élargi possible.
58. Troisièmement, ce reporting ne vaut que dans la mesure où les informations ne peuvent pas subir d'altérations unilatérales de la part de l'entité émettrice. Cela suppose donc le visa d'un réviseur externe indépendant, garantissant la validité des informations incluses aux différents rapports publiés. WARA ajustera ses scores pour ce

sous-facteur en fonction de l'intensité des contrôles, de la qualité du réviseur et de son degré d'indépendance.

59. TR mesure la qualité de la transparence et du reporting ex ante et ex post, tant en matière d'allocation des fonds que d'impact environnemental.
60. Tous ces 6 FN.NOV sont répertoriés et reportés dans la Carte des Scores de WARA reproduite sur le tableau à la page suivante. Les pondérations par catégories de score, par scores et par éléments constitutifs de chaque score sont mentionnées explicitement. Les analystes de WARA doivent proposer des scores dans les cases roses, lesquels seront ensuite débattus en Comité de Notation NOV et feront l'objet d'un vote par ce même Comité.

FACTEURS DE NOTATION DES OBLIGATIONS VERTES			Pondération	Score	Score pondéré
<b>FACTEURS PRIMAIRES: EFFICACITE ALLOCATIVE</b>			<b>65%</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
FN.NOV1	USAGE DES FONDS	UF	30%	0	0
	<i>Qualité de la taxonomie de référence</i>		10%		0
	<i>Qualité des politiques et procédures d'allocation des fonds</i>		10%		0
	<i>Proportion de l'émission investie dans des projets verts éligibles</i>		10%		0
FN.NOV2	PROCESSUS D'EVALUATION DES PROJETS	PE	20%	0	0
	<i>Diversification du flux de projets éligibles (deal flow)</i>		5%		0
	<i>Qualité des critères qualitatifs et quantitatifs d'évaluation</i>		5%		0
	<i>Mesure de l'impact environnemental</i>		10%		0
FN.NOV3	PROCESSUS DE SELECTION DES PROJETS	PS	15%	0	0
	<i>Pertinence de la sélection des projets vs. enjeux concurrents</i>		5%		0
	<i>Collégialité du processus de sélection</i>		5%		0
	<i>Niveau d'expertise interne et externe</i>		5%		0
<b>FACTEURS SECONDAIRES: EFFICACITE MANAGERIALE</b>			<b>35%</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
FN.NOV4	QUALITE DE LA GOUVERNANCE ET DE L'ORGANISATION VERTES	GO	10%	0	0
	<i>Qualité de la gouvernance verte</i>		4%		0
	<i>Qualité de l'organisation générale de l'émetteur</i>		3%		0
	<i>Importance incrémentale des questions environnementales pour l'émetteur</i>		3%		0
FN.NOV5	GESTION ET ADMINISTRATION DES PROJETS VERTS	GA	15%	0	0
	<i>Séparation des projets verts</i>		5%		0
	<i>Audit vert interne</i>		5%		0
	<i>Audit vert externe</i>		5%		0
FN.NOV5	TRANSPARENCE ET CONTINUTE DU REPORTING	TR	10%	0	0
	<i>Transparence en termes de l'allocation des fonds ex ante et ex post</i>		4%		0
	<i>Reporting de l'impact environnemental</i>		3%		0
	<i>Validation/révision externe de l'adéquation du reporting</i>		3%		0
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL</b>				<b>0</b>	<b>0</b>
<b>NOTATION NOV</b>					

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 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.