



WEST AFRICA RATING AGENCY

MÉTHODOLOGIE DE NOTATION DES
SOCIÉTÉS DE PROJET

2016

Table des matières

0.	L'échelle de notation de West Africa Rating Agency	3
0.1.	Échelle de notation régionale et échelle de notation internationale	3
0.2.	Signification des notations	5
0.3.	Définition des notations	6
0.4.	Notations de long terme et notations de court terme	8
0.5.	Perspectives	9
1.	Méthodologie de notation des Sociétés de Projet	11
1.1.	Définition et principe général	11
1.1.1.	Pondération des Facteurs de Notation Intrinsèque pour les Sociétés de Projet (FNI.SP)	11
1.1.2.	Définition des Facteurs de Notation Intrinsèques pour les Sociétés de Projet	13
1.2.	Les Facteurs de Support Externe Parentaux (FSE.P)	19
1.3.	Le cas des Sociétés de Projet sans historique financier	20
1.3.1.	Modulation des facteurs qualitatifs	21
1.3.2.	Modulation des facteurs quantitatifs	23

0. L'échelle de notation de West Africa Rating Agency

0.1. Échelle de notation régionale et échelle de notation internationale

L'échelle de notation de West Africa Rating Agency (**WARA**) est par construction une **échelle de notation régionale**. Cela signifie que WARA, *par défaut*, note toutes les catégories de dette (y compris les obligations) des émetteurs de la zone UEMOA libellées en monnaie régionale, c'est-à-dire en franc CFA.

WARA ne s'interdit pas d'assigner des notations aux émissions et autres passifs (à l'exclusion des fonds propres) libellés en devises étrangères (notamment les euro-obligations), mais dans ce cas, les notations assignées feront explicitement référence à son **échelle de notation internationale**, en utilisant le préfixe « i ».

WARA rendra publiques, *par défaut*, les notations assignées sur l'échelle de notation régionale, laquelle couvre tout le spectre de notation, de « AAA » à « D ». En revanche, sur demande expresse de l'émetteur noté, WARA peut rendre publiques les notations en devises étrangères assignées sur l'échelle de notation internationale.

La notation maximale, en devise étrangère, que pourrait recevoir un émetteur de la zone UEMOA est « iBBB » sur l'échelle de notation internationale. Cette notation « iBBB » est le **plafond régional en devises étrangères**. WARA a construit une table de correspondance entre l'échelle de notation régionale et l'échelle de notation internationale. Cette table de correspondance est reproduite sur la *figure 1*.

Par construction et par convention, l'équivalent de la notation internationale en devises étrangères « iBBB » est « AAA » en devise régionale, c'est-à-dire en franc CFA. La notation « AAA » sur l'échelle régionale est par définition le **plafond régional en franc CFA**. Le concept économique sous-jacent qui autorise cette correspondance est l'évacuation du risque de non-transfert (c'est-à-dire de convertibilité) lorsqu'il s'agit d'assigner une notation aux passifs libellés en monnaie régionale. En effet, l'institut d'émission régional, la BCEAO, peut à tout moment choisir de monétiser les dettes des acteurs économiques par émission de francs CFA supplémentaires, ce qui réduit considérablement le risque de crédit en monnaie régionale en comparaison du risque de crédit en devises internationales (ce dernier restant tributaire des quantités de réserves de change portées à l'actif de la Banque Centrale régionale).

Il est important d'insister sur le fait que **ces plafonds régionaux (en monnaie régionale et en devises internationales) ne sont pas des ratings souverains**. En d'autres termes, les plafonds ne renvoient pas aux notations souveraines les plus élevées de la zone UEMOA. Les émetteurs souverains seront notés sur les échelles régionale et, le cas échéant, internationale,

conformément à la méthodologie de notation des souverains, et ne recevront pas automatiquement les ratings les plus élevés des deux échelles.

Figure 1. Table de correspondance entre l'échelle régionale et l'échelle internationale de WARA (notations de long terme)

Échelle régionale	Échelle internationale
AAA	iBBB
	iBBB-
AA+	iBB+
	iBB
AA	
AA-	
A+	iBB-
A	
A-	iB+
BBB+	
BBB	iB
BBB-	
BB+	iB-
BB	
BB-	iCCC+
B+	
B	iCCC
B-	
CCC+	iCCC-
CCC	
CCC-	iCC/iC
CC	iD
C	
D	

En outre, WARA définira des **plafonds nationaux**, pour chacun des pays de la zone UEMOA. Ces plafonds représenteront les ratings maximaux que pourront recevoir les émetteurs non souverains dans un pays donné de la zone. Là encore, les plafonds nationaux ne seront pas équivalents aux notations souveraines, mais seront supérieurs ou égaux aux notations souveraines. Ces plafonds reflèteront le fait que, dans des secteurs économiques critiques (comme par exemple l'énergie) ou systémiquement très sensibles (comme par exemple les banques de dépôts), les émetteurs de ces secteurs peuvent, en fonction de leur importance relative, ne pas faire défaut quand bien même l'Etat lui-même serait en situation de défaut de paiement.

Les critères de détermination de ces plafonds nationaux sont décrits dans le Manuel de Méthodologies de WARA, laquelle s'appuie de manière explicite sur les développements

relatifs à la méthodologie de notation des Banques, mais serviront aussi de plafonds nationaux à tous les autres émetteurs non-souverains dans chacun des pays de la sous-région.

D'une manière générale, WARA évitera d'assigner des Notations aux émetteurs qui n'auraient pas explicitement et contractuellement fait appel aux services de Notation de l'agence. Autrement dit, dans le cas général, WARA devrait limiter au minimum la publication de **Notations 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 de long terme seront précédées du préfixe « **ns.** ». Par exemple, une Notation non-sollicitée évaluée dans la catégorie « A » sera présentée sous la forme : « **ns.A** ».

0.2. Signification des notations

Les notations de WARA mesurent la **qualité de crédit relative** d'un émetteur ou d'une émission de dette, par rapport à un autre émetteur ou à une autre émission de dette. Par conséquent, les notations de WARA ont d'abord un **contenu ordinal**. *Par exemple*, lorsqu'une émission libellée en franc CFA est notée AA- par WARA, cela signifie que WARA estime que sa qualité de crédit est supérieure à celle d'une émission libellée en franc CFA et notée A+, et inférieure à celle d'une émission libellée en franc CFA et notée AA.

En outre, les notations de WARA ont aussi un **contenu cardinal**. En effet, les notations de WARA tendent à mesurer la **perte attendue** inhérente à une catégorie de passif, à l'exclusion des fonds propres. La perte attendue (PA) est le produit de la **probabilité de défaut** (PD) par la **perte sachant défaut** (PSD), ce qui revient à écrire :

$$PA = PD \times PSD$$

Au total, les ratings de WARA représentent l'opinion de l'agence de notation quant à la capacité et à la volonté d'un débiteur (i.e. un émetteur de dette) d'honorer l'ensemble de ses obligations financières en temps et en heure.

WARA publiera régulièrement les **tables de correspondance** entre ses notations, les taux de défauts constatés, les taux de pertes constatées, et les taux de pertes attendues idéalisées (c'est-à-dire corrigées des effets induits par les cycles économiques). WARA publiera aussi régulièrement ses **matrices de transition**, qui représentent les évolutions de ses ratings à un horizon de temps donné (par exemple à un an). Une transition de notation reflète le taux ou la probabilité de changement de note à un horizon de temps déterminé. *Par exemple*, une transition de notation d'un rating AA vers un rating AA- à un an mesure le taux de ratings AA migrant vers la catégorie AA- au bout d'un an (ou la probabilité ex ante qu'un tel événement survienne).

0.3. Définition des notations

Echelle régionale long terme	Définitions
AAA	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie AAA disposent de la qualité de crédit la plus élevée , et donc d'un risque de crédit minimal
AA+ AA AA-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie AA disposent d'une qualité de crédit élevée , et donc d'un risque de crédit très faible
A+ A A-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie A disposent d'une qualité de crédit moyenne à élevée , et donc d'un risque de crédit faible
BBB+ BBB BBB-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie BBB disposent d'une qualité de crédit moyenne , et que leur risque de crédit présente quelques caractéristiques de nature spéculative
BB+ BB BB-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie BB disposent d'une qualité de crédit médiocre , et donc d'un risque de crédit significatif
B+ B B-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie B disposent d'une qualité de crédit faible , et donc d'un risque de crédit élevé
CCC+ CCC CCC-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie CCC disposent d'une qualité de crédit très faible , et donc d'un risque de crédit très élevé
CC C	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans les catégories CC et C disposent d'une qualité de crédit très hautement spéculative , et en situation de défaut imminent
D	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie D sont en situation de défaut manifeste

L'échelle de notation régionale de WARA contient 22 **crans** (ou **plots**), répartis en 10 catégories. Dans chaque catégorie de note (par exemple la catégorie « BBB »), WARA se donne la liberté de distinguer la qualité de crédit relative des émetteurs et des émissions par les signes « + » et « - », appelés **modificateurs**, afin d'apporter davantage de granularité dans la classification ordinaire du risque de crédit tel que WARA l'analyse et le perçoit. Un émetteur ou une émission notés dans la catégorie « BBB » pourraient donc être notés « BBB+ », « BBB » (sans modificateur) ou « BBB- » selon leur risque de crédit relatif au sein de leur catégorie générique.

Seules les catégories « AAA », « CC », « C », et « D » ne sont pas susceptibles d'être accompagnées de modificateurs.

La notion de défaut de paiement

WARA identifie des événements de crédit à l'aune de sa propre définition des situations de défaut, de manière à rester en phase avec le comportement du marché obligataire. La définition que WARA donne des situations de défaut est finalement assez proche des définitions contractuellement reconnues et des pratiques de marché, mais peut aussi en diverger de manière significative. Cette définition inclut :

- (i) tous les délais de paiement, ou le non-paiement, de coupons d'intérêt ou de principal, y compris les paiements manqués pendant une éventuelle période de grâce;
- (ii) la banqueroute, la faillite, le redressement administratif ou judiciaire, ou tout autre type de moratoire (sans doute orchestré par les autorités de régulation) quant au paiement, en temps et en heure, des coupons d'intérêt ou du principal; ou
- (iii) des situations d'échange déprécié, y compris les cas où: (a) l'émetteur offre aux créanciers un nouveau titre ou bien une nouvelle combinaison de titres représentant une obligation financière future de moindre valeur (comme des actions de préférence ou des actions ordinaires, ou bien une obligation à laquelle sont attachés des coupons ou un principal de moindre valeur, ou bien caractérisée par une moindre séniorité ou une maturité plus longue); (b) l'échange apparaît comme un moyen, explicite ou implicite, d'aider l'emprunteur à éviter le défaut technique de paiement.

0.4. Notations de long terme et notations de court terme

WARA assignera des notations de **long terme** aussi bien que des notations de **court terme**. La table de correspondance relative à l'échelle régionale est reportée sur la *figure 2*.

Figure 2. Table de correspondance entre l'échelle régionale de long terme et de court terme

	Échelle de notation régionale de long terme	Échelle de notation régionale de court terme
Catégorie d'investissement	AAA	w-1
	AA+	w-2
	AA	
	AA-	
	A+	w-3
	A	
	A-	w-4
	BBB+	
	BBB	
BBB-		
Catégorie spéculative	BB+	w-5
	BB	
	BB-	
	B+	w-6
	B	
	B-	
	CCC+	w-7
	CCC	
	CCC-	
	CC	
C		
D		

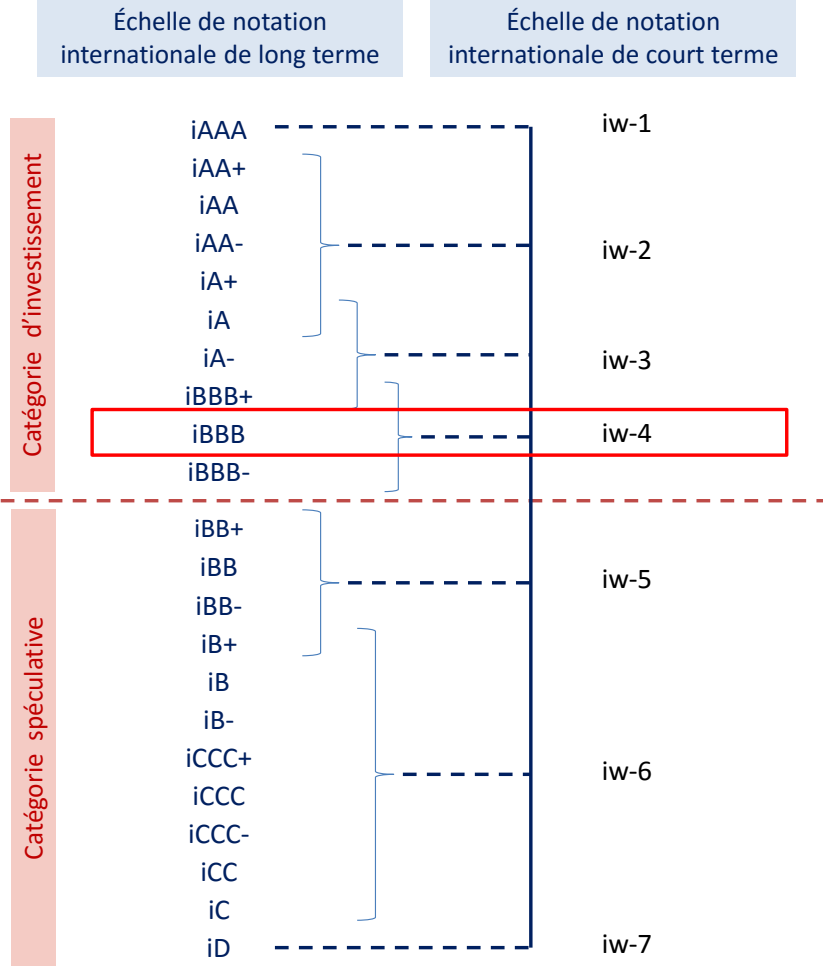
Les notations de long terme sont applicables aux dettes notées dont la maturité contractuelle au moment de leur émission est supérieure à 365 jours, tandis que les notations de court terme sont applicables aux dettes notées dont la maturité contractuelle au moment de leur émission est inférieure ou égale à 365 jours.

Les notations assignées aux émetteurs sont toujours composées du couple {notation de long terme/notation de court terme}.

En matière de notation sur échelle internationale, WARA dispose aussi d'une table de correspondance entre les notations de long terme et les notations de court terme. Cette table

de correspondance est reportée sur la *figure 3*. Sur cette figure, « iBBB » dans l'encadré rouge représente le Plafond Régional en devise internationale. Dans la plupart des cas et à l'exclusion de ceux où le plafond peut être percé (cf. section 5.2.), « iBBB » est la Notation maximale que peut recevoir un émetteur de la zone en devise internationale.

Figure 3. Table de correspondance entre l'échelle internationale de long terme et de court terme



0.5. Perspectives

Les ratings de long terme de WARA, dont l'horizon est généralement à 3 ans, sont accompagnés d'une **perspective**. La perspective indique la direction de la notation sur un horizon de 18 mois. Cette direction peut être « **Positive** » si la tendance de la notation à moyen terme est à la hausse ; « **Négative** » si la tendance de la notation est à la baisse ; ou « **Stable** » si WARA estime que la notation ne devrait pas changer au cours des 18 mois qui suivent le dernier **Comité de Notation**.

Par conséquent, toutes les notes de WARA prendront la forme suivante : {notation de long terme/Perspective/notation de court terme}. *Par exemple*, une entreprise pourra recevoir la notation sur échelle régionale suivante : « BBB/Stable/w-4 ».

WARA se réserve le droit de placer ses notations sous **surveillance**, si les conditions économiques inhérentes à un émetteur de dette sont telles que, dans un horizon de 3 mois, la notation de cet émetteur est amenée à évoluer. WARA indiquera explicitement la direction attendue de la notation mise sous surveillance. Cette direction peut être « **Positive** », « **Négative** » ou « **Incertaine** » (c'est-à-dire soit positive soit négative soit stable en fonction de la survenance ou non d'un événement attendu). WARA utilisera le suffixe majuscule « S- » pour signifier la mise sous surveillance de la notation. Par conséquent, une notation mise sous surveillance prendra la forme suivante : {notation de long terme/S-Perspective/notation de court terme}. *Par exemple*, si la notation de l'entreprise notée initialement « BBB/Stable/w-4 » est mise sous surveillance avec des implications positives, la note deviendra : « BBB/S-Positive/w-4 ».

1. Méthodologie de notation des Sociétés de Projet

1.1. Définition et principe général

La Notation Intrinsèque d'une Société de Projet (NI.SP) représente sa notation de solidité financière, indépendamment de tout facteur de soutien externe parental. La NI.SP représente l'opinion de WARA quant à la capacité d'une Société de Projet à faire face, seule, aux aléas du cycle économique et aux chocs de nature interne ou externe qui peuvent l'affecter. La NI.SP est le point de départ de toute analyse financière de crédit applicable aux Sociétés de Projet. WARA publiera les NI.SP de toutes les Sociétés de Projet que l'agence notera, qu'elles aient déjà une existence (Sociétés de Projet en acte) ou bien qu'elles soient envisagées sur la base d'un plan d'affaires (Sociétés de Projet en devenir). En général, les Sociétés de Projet bénéficieront d'une Notation de Contrepartie (NC) assez proche de leur NI.SP, tant il est vrai d'expérience que les Sociétés de Projet, souvent en partenariat public-privé (PPP), bénéficient d'une quantité limitée de support externe.

WARA a choisi de faire reposer la NI.SP sur 9 **Facteurs de Notation Intrinsèque pour les Sociétés de Projet** (FNI.SP), répartis dans 3 catégories : (i) les FNI.SP **Environnementaux** ; (ii) les FNI.SP **Qualitatifs** ; et (iii) les FNI.SP **Financiers**.

Chaque FNI.SP (de FNI.SP1 à FNI.SP9) fait l'objet d'un **Score** (S_n , $n=1$ à 9) et d'une **Pondération** (W_n , $n=1$ à 9). Les Scores relatifs à chacun des 9 FNI.C 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 NI.SP est la somme pondérée des 9 Scores, selon la formalisation suivante :

$$NI.SP = \sum_{n=1}^9 W_n \times S_n + \text{ajustement}$$

1.1.1. Pondération des Facteurs de Notation Intrinsèque pour les Sociétés de Projet (FNI.SP)

La liste et la pondération des 9 FNI.SP dans leurs trois catégories sont reportées dans le tableau ci-dessous :

FNI.SP	Catégories	Nature des facteurs de risque	Acronymes	Pondérations (catégories)	Pondérations Wn (par FNI.SP)	Scores	Scores pondérés
FNI.SP1	FNI Environnementaux	Environnement macroéconomique	EM	25%	10%	S1	W1xS1
FNI.SP2		Environnement opérationnel	EO		7%	S2	W2xS2
FNI.SP3		Environnement sectoriel	ES		8%	S3	W3xS3
FNI.SP4	FNI Qualitatifs	Soutenabilité du modèle d'affaires	SO	45%	15%	S4	W4xS4
FNI.SP5		Positionnement concurrentiel	PC		15%	S5	W5xS5
FNI.SP6		Propension aux chocs ponctuels	CP		15%	S6	W6xS6
FNI.SP7	FNI Financiers	Rentabilité	RE	30%	10%	S7	W7xS7
FNI.SP8		Liquidité et stabilité des cash flows	LQ		10%	S8	W8xS8
FNI.SP9		Niveau relatif d'endettement	DT		10%	S9	W9xS9
						Score pondéré total	$\sum W_n \times S_n$
						Ajustement	$\pm 20\%$
						Score pondéré total ajusté	$\sum W_n \times S_n \pm 20\%$

Mécaniquement, la somme des scores pondérés aboutit à un Score Pondéré Total (SPT). Ce SPT ne reflète pas nécessairement l'opinion du Comité de Notation de WARA quant à la solidité financière de la Société de Projet. Par conséquent, le Comité de Notation de WARA se réserve le droit discrétionnaire d'ajuster le SPT par une Quotité d'Ajustement (Q) comprise entre une réduction de -20% et une augmentation de +20%. Le SPT ajusté de Q est appelé **Score Pondéré Total Ajusté (SPTA)**.

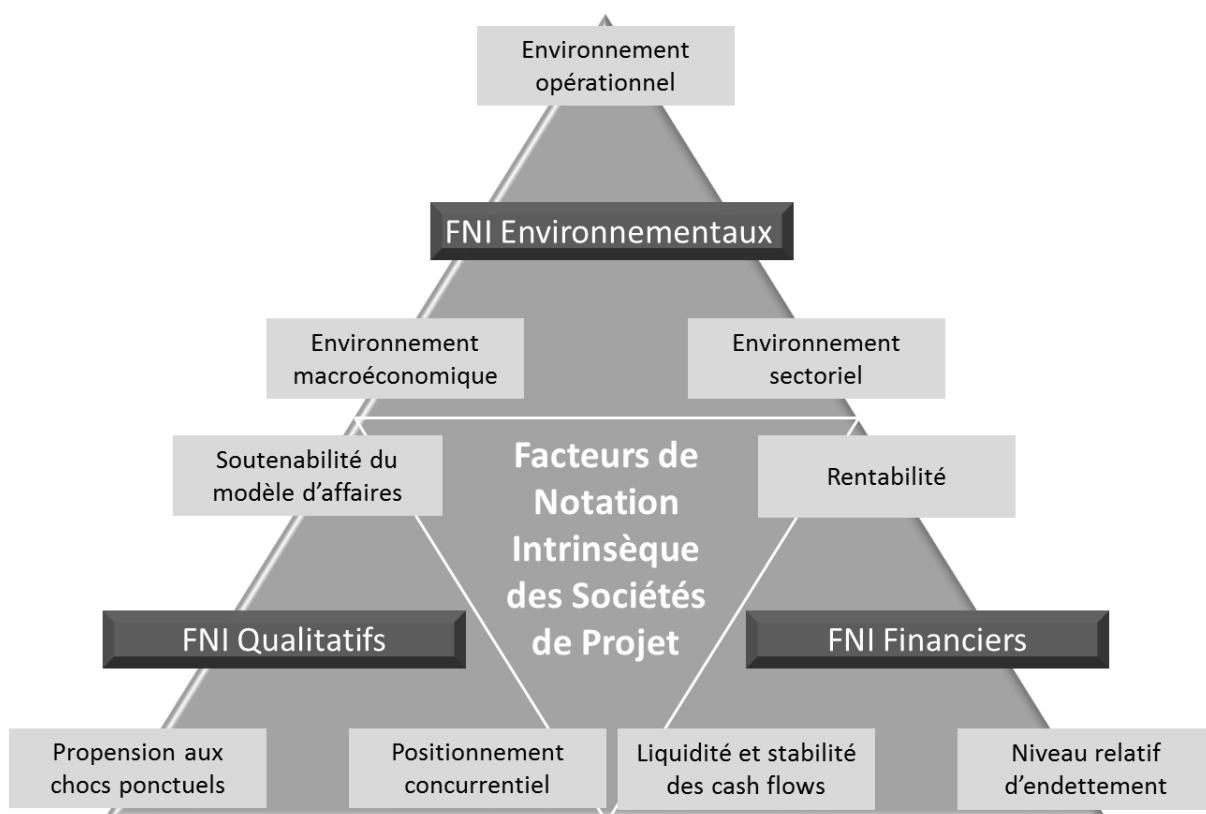
Le SPTA est ensuite transcrit en langage de notation, par le biais d'une table de correspondance entre les SPTA et les ratings intrinsèques des Sociétés de Projet. Ce *mapping* est reporté dans le tableau suivant :

SPTA		NI.SP
De:	A:	
1.00	1.24	AAA
1.25	1.49	AA+
1.50	1.74	AA
1.75	1.99	AA-
2.00	2.24	A+
2.25	2.49	A
2.50	2.74	A-
2.75	2.99	BBB+
3.00	3.24	BBB
3.25	3.49	BBB-
3.50	3.74	BB+
3.75	3.99	BB
4.00	4.24	BB-
4.25	4.49	B+
4.50	4.74	B
4.75	4.99	B-
5.00	5.24	CCC+
5.25	5.49	CCC
5.50	5.74	CCC-
5.75	5.99	CC/C

1.1.2. Définition des Facteurs de Notation Intrinsèques pour les Sociétés de Projet

Les 9 Facteurs de Notation Intrinsèque pour les Sociétés de Projet (FNI.SP) de WARA sont résumés sur la *figure 4* suivante. C'est la **Pyramide des Sociétés de Projet** de WARA. La Carte des Scores détaillée que WARA publiera en même temps que ses Rapports d'Analyse se trouve en fin de section 1.1.2.

Figure 4. Résumé des 9 FNI.SP et 3 catégories de facteurs intrinsèques : la Pyramide des Sociétés de Projet de WARA



(i) Les FNI.SP Environnementaux : Pondération de 25%

FNI.SP1 : Environnement macroéconomique (EM ; Pondération de 10%)

Pondéré à 10% de la NI, le facteur EM, à l'instar de certains autres facteurs environnementaux, est commun à toutes les entités notées par WARA dans un même pays, y compris les Sociétés de Projet. Ce facteur capture les opportunités et contraintes du cadre macroéconomique pour les Sociétés de Projet. Il inclut la volatilité de la création de valeur ajoutée dans un pays donné, sa diversification et sa soutenabilité à long terme. Le facteur d'environnement macroéconomique mesure aussi la qualité des politiques économiques, conjoncturelles et

structurelles, pour les entreprises. Enfin, ce facteur tend à identifier la robustesse du tissu industriel dans un pays donné, et les interactions que l'espace industriel nourrit avec les autres secteurs de l'économie pour dessiner le comportement macroéconomique du pays en question.

EM mesure les risques économiques pesant sur le secteur industriel et commercial et les infrastructures d'un pays dans son ensemble.

FNI.SP2 : Environnement opérationnel (EO ; Pondération de 7%)

Le deuxième facteur environnemental, EO, traite des éléments opérationnels d'ordre structurel dont les entreprises doivent tenir compte dans la conduite de leurs opérations industrielles, commerciales et financières. Ce facteur, pondéré à 7%, inclut une mesure de la gouvernance du système économique dans son ensemble, et du secteur industriel en particulier, la disponibilité de personnels hautement qualifiés et formés dans les secteurs industriels et commerciaux, le niveau d'équipement technologique des entreprises et des Sociétés de Projet, la qualité des infrastructures (notamment de télécommunication), le degré de granularité de l'information technique et commerciale en provenance des marchés ciblés par les entreprises et les Sociétés de Projet et la pertinence des outils de gestion traditionnellement utilisées par les Sociétés de Projet et les entreprises industrielles et commerciales, publiques et privées, dans un pays donné.

EO mesure les risques opérationnels pesant sur le secteur industriel et commercial et les infrastructures d'un pays dans son ensemble.

FNI.SP3 : Environnement sectoriel (ES ; Pondération de 8%)

Le troisième facteur environnemental, ES, mesure la dynamique concurrentielle et le degré de maturité du secteur d'activité de la Société de Projet notée. WARA part du postulat que le succès relatif d'une Société de Projet dépend tout autant de son environnement macroéconomique que de la dynamique méso-économique de son secteur d'activité. En effet, tous les secteurs industriels ou commerciaux ne sont pas nécessairement pro-cycliques : certains sont contra-cycliques, d'autres acycliques. WARA portera une attention toute particulière à ne pas surpondérer les facteurs macroéconomiques tant les spécificités sectorielles peuvent altérer assez considérablement la marche d'une Société de Projet donnée dans son environnement. En particulier, WARA mesurera l'effet des pressions concurrentielles sur les marges, la structure de coût de l'industrie en question, ses facteurs clés de succès et ses perspectives de développement futur, ce qui facilitera le positionnement de n'importe laquelle des Sociétés de Projet notées au regard de ses concurrents. Tout cela sera mis en perspective de la courbe de vie du secteur en question, non pas *in abstracto*, mais dans le contexte de l'économie nationale.

ES mesure les risques sectoriels pesant sur les Sociétés de Projet qui se font concurrence sur leur(s) marché(s) respectif(s) dans un pays donné.

(ii) Les FNI.SP Qualitatifs : Pondération de 45%

FNI.SP4 : Soutenabilité du modèle d'affaire (SM ; Pondération de 15%)

Pondéré à 15%, le facteur SM fait partie des 6 facteurs (de FNI.S4 à FNI.SP9) qui sont spécifiques à la Société de Projet notée, et non pas relatifs à son environnement, comme les facteurs FNI.SP1 à FNI.SP3). C'est l'un des facteurs les plus fortement pondérés. WARA entend par « Soutenabilité du modèle d'affaires » la viabilité commerciale du projet, la persistance dans le temps de la demande pour le bien ou service produit par la Société de Projet, et la pérennité des approvisionnements qui sous-tendent une telle production. Par définition, une Société de Projet est une entité économique ad hoc caractérisée par un degré élevé de spécialisation et la réduction de son modèle d'affaires à d'un nombre limité de « métiers », en général un seul, ce qui génère des risques de concentration. Chacun de ces sous-facteurs est scoré par le Comité de Notation de WARA.

PM mesure les risques d'obsolescence stratégique pesant sur une Société de Projet ou commerciale de manière idiosyncrasique.

FNI.SP5 : Positionnement concurrentiel (PC ; Pondération de 15%)

WARA considère que les Sociétés de Projet développent un nombre limité d'avantages comparatifs pour asseoir leur compétitivité dans le temps. La compétitivité se dessine en général à court terme au regard d'un avantage en prix (lui-même tributaire d'une capacité à comprimer les coûts) ou d'un avantage en qualité (lui-même dépendant d'un savoir ou d'un savoir-faire particulier) ou de l'existence d'un « *off-taker* », i.e. d'un preneur du bien/service produit par la Société de Projet, à un prix fixé à l'avance. A long terme, en revanche, la constitution des avantages comparatifs futurs dépend des options d'investissements technologiques et en infrastructures, en vue de son développement à terme. WARA a donc calibré son facteur PC autour de deux sous-facteurs de court-terme (« compétitivité-prix » et « compétitivité hors-prix ») et d'un facteur de long terme (« Développement – Technologie – Innovation ») à même d'intégrer la dimension temporelle dans l'accumulation des avantages comparatifs de la Société de Projet notée, en comparaison des facteurs-clés de succès de l'industrie dans laquelle elle opère.

PC mesure les risques inhérents à une Société de Projet au regard de sa compétitivité et aux moyens de court terme et de long terme qu'elle déploie pour la protéger et la développer dans le temps.

FNI.SP6 : Propension aux chocs ponctuels (CP ; Pondération de 15%)

Ce que le facteur CP tend à capturer, c'est le risque de « combustion » des ratings suite à des chocs subits, ponctuels, rares, mais graves. Ces risques sont à la fois endogènes et exogènes, économiques et non-économiques, internes et externes. Ils représentent collectivement la probabilité de survenance d'un événement suffisamment massif pour porter la Notation d'une

Société de Projet d'un niveau donné a priori à une situation de stress élevé a posteriori. Ces événements peuvent être de nature politique (comme une rébellion, un conflit interne ou frontalier), économiques (une crise financière ou bancaire), environnementaux, écologiques ou climatiques (un tremblement de terre, une sécheresse). Il va sans dire que ces événements sont difficiles à prévoir, ce que WARA ne cherchera pas à faire. En revanche, WARA mesurera la *propension* de survenance de ces chocs, au regard des caractéristiques de l'environnement dans lequel se déploie la Société de Projet, de son histoire, de sa géographie et des tensions auxquelles la Société de Projet peut avoir à faire face.

CP mesure le risque de « combustion » des ratings suite à des chocs ponctuels, rares mais intenses, non pas en les prévoyant mais plutôt en modélisant la propension de leur survenance possible.

(iii) Les FNI.SP Financiers : Pondération de 30%

FNI.SP7 : Rentabilité (RE ; Pondération de 10%)

Contrairement aux entreprises économiques et commerciales, dont la notation par WARA s'appuie sur l'approche dite « à la Du Pont de Nemours », la rentabilité des Sociétés de Projet est mesurée par l'Agence de manière simplifiée. Ce que WARA cherche à capturer en tout premier lieu, c'est la pérennité de la structure des marges de la Société de Projet. Par conséquent, chaque solde intermédiaire de gestion fera l'objet d'une analyse approfondie et d'une modélisation très fine. Dans le cours de cet exercice, WARA portera une opinion quant à la prévisibilité des charges, ce qui l'amènera naturellement à juger de l'efficacité opérationnelle de la Société de Projet.

RE mesure les risques d'insuffisance de rendements, soit par compression des marges, soit par inflation des coûts.

FNI.SP8 : Liquidité et stabilité des cash flows (LQ ; Pondération de 10%)

Outre l'insuffisance de rendement, la liquidité est l'autre raison majeure pour laquelle les sociétés de Projet ont tendance à faire défaut. La liquidité est un concept polysémique : WARA identifie les notions de liquidité d'actifs, d'écoulement de passifs et de gestion actifs-passifs (ALM). Le calibrage de la section « liquidité » de la Carte des Scores reprend les éléments fondamentaux constitutifs de la liquidité des Sociétés de Projet : la *liquidité des actifs* et le mix de refinancement (i.e.) la structure du passif du bilan de la Société de Projet; et la volatilité en acte ou potentielle des cash flows servant au service de la dette.

LQ mesure la qualité et la pertinence des mesures, mécanismes et instruments de gestion du bilan et des cash flows qui servent à réguler sa stabilité, par un service régulier de la dette.

FNI.SP9 : Niveau relatif de l'endettement (DT ; Pondération de 10%)

Les Sociétés de Projet ont en général recours à une seule forme de dette, à savoir la dette senior de long terme. Par conséquent, son volume, son taux et le rythme de son amortissement sont les variables essentielles à l'aune desquelles WARA mesurera sa soutenabilité au regard des cash flows dégagés. Au demeurant, l'un des ratios les plus importants dans l'analyse est le ratio de couverture du service de la dette (RCSD) qui, pour une période donnée, est égal à :

$$\frac{\text{Cash Flows disponibles pour le service de la dette (ou Free Cash Flows)}}{\text{(intérêts + remboursement du principal de la période suivante)}}$$

WARA mesurera aussi l'intensité du levier financier : il va sans dire que pour deux projets similaires, celui qui s'appuiera sur la plus forte intensité de fonds propres bénéficiera d'un scoring plus favorable pour ce facteur. En outre, WARA calculera la vitesse d'écoulement de la dette portée par le projet, l'unité étant le nombre d'années de cash flows nécessaires a priori pour éteindre la dette.

DT mesure le risque d'insolvabilité des Sociétés de Projet, soit par excès de levier financier (et donc d'une insuffisance de fonds propres), soit en raison d'un tarissement des sources de cash-flows.

Tous ces 9 FNI.SP sont répertoriés et reportés dans la Carte des Scores de WARA reproduite sur le tableau suivant. 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 orange, lesquels seront ensuite débattus en Comité de Notation et feront l'objet d'un vote par ce même Comité.

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE DES SOCIETES DE PROJET				Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX				25%	0	0
FNI.SP1	Environnement macroéconomique	EM	10%	0	0	
	<i>Maturité</i>		3%		0	
	<i>Volatilité</i>		2%		0	
	<i>Diversité</i>		2%		0	
	<i>Soutenabilité</i>		3%		0	
FNI.SP2	Environnement opérationnel	EO	7%	0	0	
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%		0	
	<i>Infrastructure</i>		2%		0	
	<i>Information</i>		2%		0	
FNI.SP3	Environnement sectoriel	ES	8%	0	0	
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%		0	
	<i>Degré de maturité</i>		4%		0	
FACTEURS QUALITATIFS				45%	0	0
FNI.SP4	Soutenabilité du modèle d'affaires	SM	15%	0	0	
	<i>Viabilité commerciale</i>		5%		0	
	<i>Persistance de la demande</i>		5%		0	
	<i>Pérennité des approvisionnements</i>		5%		0	
FNI.SP5	Positionnement concurrentiel	PC	15%	0	0	
	<i>Compétitivité prix</i>		5%		0	
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		5%		0	
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		5%		0	
FNI.SP6	Propension aux chocs ponctuels	CP	15%	0	0	
	<i>Probabilité des chocs internes</i>		5%		0	
	<i>Risques de chocs externes</i>		5%		0	
	<i>Risques environnementaux</i>		5%		0	
FACTEURS FINANCIERS				30%	0	0
FNI.SP7	Rentabilité	RE	10%	0	0	
	<i>Structure des marges</i>		5%		0	
	<i>Prévisibilité des charges</i>		5%		0	
FNI.SP8	Liquidité et stabilité des cash flows	LQ	10%	0	0	
	<i>Liquidité des actifs et mix de refinancement</i>		5%		0	
	<i>Volatilité des cash flows</i>		5%		0	
FNI.SP9	Niveau relatif de l'endettement	DT	10%	0	0	
	<i>Levier financier</i>		4%		0	
	<i>Couverture du service de la dette (ratio de CSD)</i>		3%		0	
	<i>Dette en années de cashflows</i>		3%		0	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL					0	
AJUSTEMENT						
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ					0	
NOTATION INTRINSÈQUE						

1.2. Les Facteurs de Support Externe Parentaux (FSE.P)

Certaines des sociétés de Projet qui feront appel aux services de notation de WARA seront des filiales ad hoc de groupes industriels ou financiers, publics ou privés, eux-mêmes notés, soit de manière publique soit de manière confidentielle. Les Sociétés de Projet Filiales sont susceptibles, dans quelques cas relativement rares, de recevoir un support parental qui peut prendre plusieurs formes : support opérationnel, en liquidité et en fonds propres notamment. Par conséquent, ces formes de support doivent être reflétées dans la notation de la filiale.

WARA inclut donc des **Facteurs de Support Externes Parentaux (FSE.P)** dans la notation des Sociétés de Projet, le cas échéant. Pour WARA, La Notation de Contrepartie (NC) de la Société de Projet s'obtient en faisant la somme de la NI.SP et des FSE.P :

$$NC = NI.SP + FSE.P$$

Les FSE.P dépendent essentiellement du degré d'**Importance Stratégique (I-Strat)** de la filiale pour le parent. WARA distingue trois degrés d'importance stratégique de la Société de Projet pour son parent : Élevé, Moyen ou Faible.

Le tableau suivant résume la définition de ces trois degrés d'importance stratégique, les règles applicables en matière d'ajustement de la NI.SP pour aboutir à la NC, les plafonds de NC pour les filiales, ainsi que les exceptions à ces plafonds. WARA appelle NI.SP_F et NI_P les NI de la Société de Projet filiale et du parent, respectivement ; et NC_F la note de contrepartie de la Société de Projet filiale:

Degré d'importance stratégique	Définitions	Support parental maximum	Plafond pour la NC _F	Exceptions au plafond pour la NC _F
Elevé	La filiale est une composante essentielle de la stratégie du parent. Le degré d'intégration opérationnelle entre la filiale et le parent est élevé. La filiale représente une part élevée des revenus du parent.	+ 4 crans	NI _P	NI.SP _F > NI _P
Moyen	La filiale est une composante importante, mais pas essentielle, de la stratégie du parent. Le degré d'intégration opérationnelle entre la filiale et le parent est en général faible. La filiale représente une part significative, mais pas élevée, des revenus du parent.	+ 2 crans	NI _P	NI.SP _F > NI _P
Faible	La filiale est une composante mineure de la stratégie du parent. Le degré d'intégration opérationnelle entre la filiale et le parent est toujours très faible. La filiale représente une part non significative des revenus du parent.	+ 0 cran	NI _P	NI.SP _F > NI _P

Exemples :

- (i) Soit un parent P disposant d'une NI_P de BBB et d'une NC_P de A. Sa filiale F.SP₁ dispose d'une NI.SP_F de BB+ et d'un degré d'importance stratégique moyen. WARA peut ajouter jusqu'à deux crans de support parental à la NI.SP_F pour déterminer NC_F. Dans ce cas, NC_F est calibrée à BBB. Le plafond ne s'applique pas puisque NC_F ≤ NI_P.
- (ii) Soit le même parent (NI_P = BBB ; NC_P = A). Sa filiale F.SP₂ dispose d'une NI.SP_F de BB+ et d'un degré d'importance stratégique élevé. WARA peut ajouter, théoriquement, jusqu'à quatre crans de support parental à la NI.SP_F pour déterminer NC_F. Dans ce cas, NC_F est aussi calibrée à BBB (deux crans). En effet, le plafond NI_P s'applique puisque la NC_F théorique (A-) est supérieure à NI_P (BBB). En définitive, il apparaît que : NC_F = NI_P.
- (iii) Soit le même parent (NI_P = BBB ; NC_P = A). Sa filiale F.SP₃ dispose d'une NI.SP_F de BBB+ et d'un degré d'importance stratégique faible. WARA ne peut ajouter, théoriquement, aucun cran de support parental à la NI.SP_F pour déterminer NC_F. Dans ce cas, NC_F est calibrée à BBB+ (équivalente à NI.SP_F). Aucun plafond ne s'applique puisque NI.SP_F > NI_P et donc NC_F = NI.SP_F. Autrement dit, la qualité de crédit intrinsèque de la Société de Projet filiale est supérieure à celle du parent ; la filiale ne bénéficie d'aucun support parental.

Tous les facteurs de support sont ensuite synthétisés dans une **Fiche de Support** (parental), que WARA publiera en même temps que ses Rapports d'Analyse et Cartes des Scores. Le tableau suivant reproduit une Fiche de Support applicable dans le cas d'une Société de Projet.

Notation Intrinsèque de la Corporate	NI.SP
Support parental	
Identité du parent	--
NI du parent	NI _P
Importance Stratégique	I-Strat
Facteur de Support Externe - Parental	FSE.P
Notation de Contrepartie	NC
Pour référence: Plafond National	

1.3. Le cas des Sociétés de Projet sans historique financier

Les Sociétés de Projet ad hoc non pas en acte mais en devenir, i.e. sans historique financier voire sans existence, feront l'objet d'un traitement spécifique par WARA, mais dans le cadre de la méthodologie générale de notation des Sociétés de Projet.

WARA a choisi, en appliquant la Méthodologies de Notation des Sociétés de Projet aux émetteurs sans historique, de **moduler** certains de ses Facteurs de Notation Intrinsèque (FNI.SP).

Le tableau ci-dessous dresse la liste des cinq FNI.SP (sur un total de neuf) qui feront l'objet de la modulation spécifique :

FNI.SP	Catégories	Nature des facteurs de risque	Acronymes	Traitement spécifique
FNI.SP1	FNI Environnementaux	Environnement macroéconomique	EM	NON
FNI.SP2		Environnement opérationnel	EO	NON
FNI.SP3		Environnement sectoriel	ES	NON
FNI.SP4	FNI Qualitatifs	Soutenabilité du modèle d'affaires	SM	OUI
FNI.SP5		Positionnement concurrentiel	PC	OUI
FNI.SP6		Propension aux chocs ponctuels	CP	NON
FNI.SP7	FNI Financiers	Rentabilité	RE	OUI
FNI.SP8		Liquidité et stabilité des cash flows	LQ	OUI
FNI.SP9		Niveau relatif d'endettement	DT	OUI

Au demeurant, deux FNI.SP qualitatifs et les trois FNI.SP quantitatifs seront modulés.

1.3.1. Modulation des facteurs qualitatifs

Les facteurs qualitatifs modulés sont : la « Soutenabilité du modèle d'affaires » (SM) et le « Positionnement concurrentiel » (PC).

(i) Modulation du FNI.SP4, Soutenabilité du modèle d'affaires

Les Analystes de WARA seront amenés à prendre en compte deux risques spécifiques aux sociétés de Projet en devenir : a) le risque spécifique de construction, et 2) le risque spécifique en période de montée en puissance (appelé risque de *ramp-up*) jusqu'à l'état stationnaire du projet. Par construction, WARA sera amenée à adopter un point de vue beaucoup plus conservateur en matière de scoring du FNI.SP4 lequel, eu égard à sa pondération élevée, pèsera significativement sur la notation intrinsèque de la Société de Projet. WARA prendra un soin tout particulier à comprendre et analyser les mécanismes par le biais desquels ces risques sont mitigés et partagés entre les parties prenantes au projet, notamment le rôle du constructeur dans le démarrage du projet et en particulier dans sa phase de ramp-up. WARA adoptera ici une position en général très conservatrice.

Définitions et approches analytiques

Risques de construction. Ces risques reflètent les dangers inhérents à la phase de construction physique du projet, laquelle repose essentiellement sur quatre variables critiques : le coût des intrants, la complexité du projet, le savoir-faire et les ressources du constructeur et la période de construction. Si l'une ou l'autre de ces variables venaient a posteriori, à diverger de manière significative du plan d'affaires retenu a priori, alors la solvabilité du projet dans son ensemble s'affaiblit mécaniquement. Les Analystes de WARA porteront une attention toute particulière à ces quatre variables et les étudieront en profondeur avant de formuler une opinion au Comité de Notation, qui adoptera à leur égard une attitude conservatrice.

Risques de montée en puissance (ramp-up). Immédiatement après la phase de construction, le projet a besoin de temps avant de parvenir à son stade de complétude opérationnelle. Cette phase est aussi lourdement chargée de risques, sachant la volatilité potentielle des ressources à y allouer, des normes réglementaires, du marché et de l'environnement économique, ainsi que de l'inflation possibles des charges de structure. Le principal risque est ici que le projet ne parvienne jamais à atteindre son état stationnaire modélisé au moment de la négociation des termes de la dette, rendant plus difficile son remboursement en temps et en heure, ce de quoi la Notation rend compte en définitive. Les Analystes de WARA adopteront ici aussi une approche conservatrice, qui se reflètera dans le retraitement des données financières transmises à l'Agence par le ou les sponsor(s) du projet.

(ii) Modulation du FNI.SP5, Positionnement concurrentiel

Cette modulation entend prendre en compte la fonction de réaction des concurrents à l'arrivée d'un nouvel entrant. En effet, il est toujours possible, face à l'émergence d'une nouvelle Société de Projet ad hoc, que la structure-même du marché en question soit remise en cause par les acteurs historiques, lesquels ont déjà absorbé les charges inhérentes aux phases de construction et de montée en puissance. Cette fonction de réaction peut prendre plusieurs formes :

Risque de prix. La structure des prix peut être amenée à évoluer dans un sens favorable aux consommateurs mais défavorable aux nouveaux entrants. Les guerres de prix ne sont pas inexistantes sur le marché des biens et services consommant de grandes quantités d'infrastructures : les marchés des télécommunications, du fret et du transport aérien en sont de bons exemples, le prix tarifé au consommateur final y étant parfois érigé comme barrière à l'entrée. Au demeurant, le tarif de sortie peut être revu, corrigé ou renégocié, ce qui comprime la structure des marges et tend à peser négativement sur la notation des émetteurs entrés en dernier.

Risque de lobbying et de volatilité réglementaire. Les acteurs du secteur des infrastructures, eu égard à leur grande taille, tendent à détenir un pouvoir de négociation important et une capacité de lobbying significative. Ils sont en général partie prenante à la rédaction et à

l'implémentation des normes de leur secteur d'activité. Par conséquent, si l'entrée d'un concurrent nouveau est susceptible de peser matériellement et durablement sur leur rente, alors il est à prévoir que le cadre réglementaire évolue dans un sens défavorable aux nouveaux entrants. WARA ne considèrera donc pas comme stable a priori le cadre réglementaire et donc le positionnement concurrentiel des nouveaux entrants recevant une notation de l'Agence.

Risque de mutation de la structure de marché. Il est même possible que si le degré de concurrence est perçu comme excessif par les acteurs historiques, ces derniers organisent une mutation radicale de la structure du marché. Ici aussi, le marché des télécommunications sert d'exemple édifiant, tant les acteurs historiques de ce secteur pilotent leur sortie de segment de la voix (à rentabilité marginale en forte baisse) pour se concentrer presque exclusivement sur celui des données (à rentabilité marginale stable, modulo de lourds investissements technologique et infrastructurels). Les Analystes de WARA mesureront ces risques de mutation radicale du marché et essaieront, lorsque cela est possible, de quantifier la probabilité d'occurrence de ces scénarios extrêmes.

1.3.2. Modulation des facteurs quantitatifs

Forts d'une analyse et d'une compréhension très fines de la dynamique du marché dans lequel se déploiera la Société de Projet en devenir, les Analystes de WARA ne seront en rien tributaires, pour la notation de cette Société de Projet, des données financières a priori et des projections qui leur seront transmises par le ou les Sponsor(s). Au contraire, WARA retraitera systématiquement ces informations et projections financiers, à l'aune d'une approche s'articulant autour de quatre séquences successives de retraitement :

(i) Revisiter l'ensemble des hypothèses sous-jacentes

Les Analystes de WARA porteront un regard critique sur les hypothèses que leur transmettront les Sponsors pour le calcul des projections financières de base. En cela, l'analyse qualitative sera cruciale pour déterminer lesquelles des hypothèses sous-jacentes sont susceptibles de faire l'objet d'un ajustement. Il va sans dire que les ajustements de WARA seront systématiquement plus conservateurs et ne seront jamais plus laxistes ou optimistes.

(ii) Recalculer, sur la base des hypothèses revisitées, toutes les projections financières

L'ajustement des hypothèses à l'étape précédente n'a de sens et de valeur que si toute la chronique des projections financières de base est à son tour entièrement recalculée. Cette

chronique de projections recalculées sera le scénario de base de WARA, qui servira d’ancrage au scoring des facteurs quantitatifs. WARA expliquera alors en détail les raisons qui ont présidé à ses choix analytiques, et produira/publiera une analyse des écarts entre le scénario de base des Sponsors et son propre scénario de base.

(iii) Analyser différents scénarios

Les Analystes de WARA seront alors tenu de produire, outre le scénario de base recalculé, au moins un scénario plus pessimiste, en expliquant en détail les hypothèses qui rendent ce scénario plus conservateur que le scénario de base. Les Analystes de WARA ne sont pas tenus de proposer un scénario plus optimiste, sauf si des considérations analytiques crédibles et documentées les y invitent. Les Analystes de WARA peuvent au maximum produire 4 scénarios alternatifs au scénario de base. Si le nombre de scénarios alternatifs est strictement supérieur à 2, alors les Analystes de WARA devront assigner une probabilité a priori à chacun des scénarios envisagés (le scénario de base et les scénarios alternatifs). Enfin, pour chacun des scénarios alternatifs, WARA s’impose de publier, dans une section spécifique et dédiée de son Rapport d’Analyse, l’effet que ce scénario aura sur la notation de la Société de Projet.

(iv) Construire des tests de stress

La toute dernière étape du processus analytique consiste à construire des tests de stress (au moins un). Ces tests de stress ne sont pas des scénarios à proprement parler, mais davantage un outil analytique pour mesurer le degré de robustesse et de résilience de la Société de Projet à un ou plusieurs ajustement(s) drastique(s) de ses facteurs clés de succès. Les résultats des tests de stress ne seront pas publiés par WARA, mais seront un document obligatoire du Dossier de Comité que les Analystes présenteront au Comité de Notation de WARA. Ces tests de stress devront faire l’objet d’un débat formel du Comité de Notation qui peut, le cas échéant, en commander d’autres ou en amender les hypothèses, sur la base d’un vote majoritaire.