

**Crédibilité, fiabilité,
transparence**

Un défi pour les agences
et les notations ESG

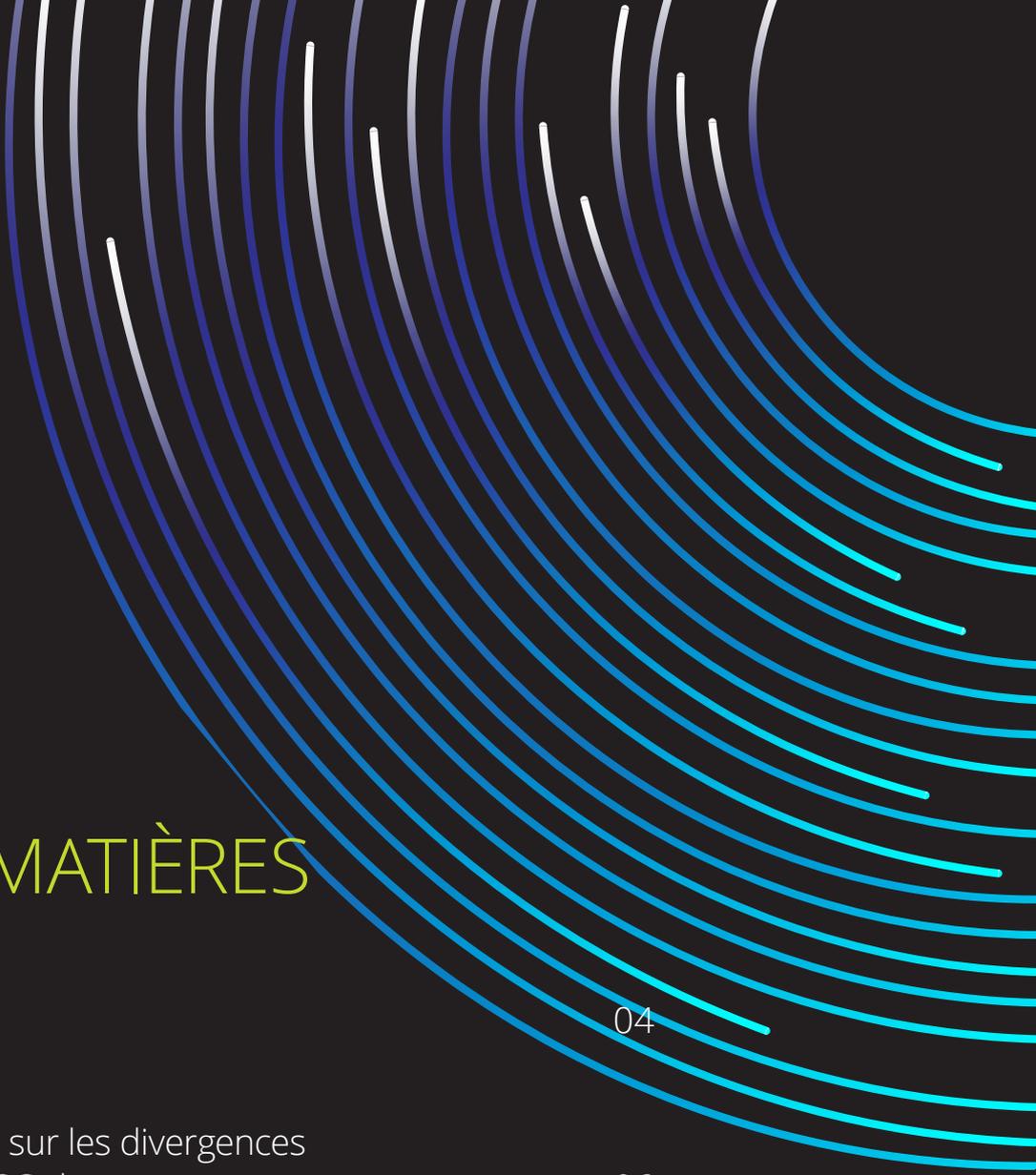


TABLE DES MATIÈRES

1.	Introduction	04
2.	Résultats empiriques sur les divergences entre les notations ESG des agences	06
3.	Ce qu'en pensent les instances réglementaires	10
	· Un sujet d'attention pour tous les régulateurs	10
	· Constats et recommandations de la Commission européenne (2020)	10
	· Appel à contribution de la Commission européenne (2022) : objectifs et résultats	13
4.	Discussion	15

1. Introduction

Les notations visant à apporter une information sur les sujets liés à la durabilité (notations ESG) apparaissent incontournables et solidement implantées.

Leur utilisation s'est en effet largement généralisée parmi les acteurs dans leurs stratégies d'investissement, comme le relève la Commission européenne qui note par ailleurs, dans son rapport de 2021, que « les notations ESG ont une incidence de plus en plus importante sur le fonctionnement des marchés de capitaux et sur la confiance des investisseurs dans les produits durables »¹.

Côté offre de services, on observe un nombre significatif de fournisseurs de notations et de données liées à

l'ESG, malgré les récents mouvements d'acquisition. D'après une étude citée par l'IOSCO et réalisée en 2020 par KPMG, le nombre de ces fournisseurs dans le monde s'élèverait à 160 environ², favorisé à la fois par une attention réglementaire croissante et par une demande de la part des investisseurs. Les revenus générés par ces données et services étaient estimés à 2,2 Md USD en 2020, et pourraient atteindre 5,2 Md USD en 2025, d'après une étude de UBS³.

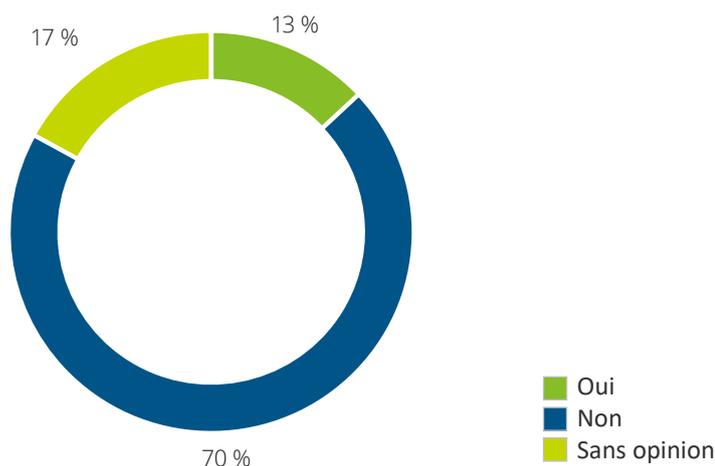
Cependant, comme l'ont signalé l'IOSCO, l'AMF ou la Commission européenne, le développement de ces notations ESG ne s'est pas accompagné, malgré son importance, d'un cadre réglementaire

suffisant, contrairement aux agences de notation de crédit, surveillées en Europe par l'ESMA.

En outre et paradoxalement, cet essor du marché et la forte demande des investisseurs sont concomitants d'une défiance des utilisateurs, qui s'estiment à 70% insatisfaits du fonctionnement du marché des notations ESG.

Cet article aborde le sujet des notations et des agences ESG. Il met l'accent sur les dysfonctionnements du marché ESG, constatés à travers plusieurs études académiques et reprises par les instances réglementaires (AMF, Commission européenne). Entre autres dysfonctionnements, la divergence entre les notes des agences apparaît particulièrement problématique, car de nature à jeter le discrédit sur l'exercice de notation lui-même et plus profondément, sur la possibilité d'objectiver et de suivre le risque ESG. Les griefs des utilisateurs envers le marché des notations sont à ce sujet sans appel, par exemple sur le manque de transparence ou la difficulté de compréhension des notations. C'est donc fort logiquement que la Commission européenne s'est penchée sur cette question, craignant à juste titre des conséquences dommageables sur la réalisation des objectifs du pacte vert pour l'Europe. Ces craintes vont-elles se traduire par une régulation des agences de notations ESG, certains comme l'AMF appelant une telle action de leurs vœux ? Une telle régulation peut-elle régler les problèmes de divergences ?

Le marché des notations ESG fonctionne-t-il correctement ?



D'après les résultats de la consultation de la Commission européenne

1 Stratégie pour le financement de la transition vers une économie durable, Commission européenne (2021).

2 Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers, Final Report, OICV-IOSCO (Nov. 2021).

3 Ibid.



La première partie de cet article présente certains travaux montrant la divergence entre les notations ESG ainsi que d'autres biais susceptibles de fausser l'information apportées par ces notes. Bien que plusieurs études de grand intérêt ont été réalisées, nous avons choisi de reprendre ici les travaux de F. Berg et al. (2019)⁴ parce qu'ils sont devenus une référence pour les régulateurs ou superviseurs. Il est donc important de connaître ces travaux. En quantifiant les corrélations entre les notes ESG, en distinguant par ailleurs les effets découlant des différences de périmètre, de méthodologies et de pondérations, ces analyses fournissent une base scientifique solide à la réflexion autour de la comparabilité des agences.

Dans la seconde partie, nous examinons le point de vue que portent les instances réglementaires sur le marché des notations, en particulier celui de la Commission européenne. Celle-ci a en effet conduit une analyse approfondie en 2020, à la suite de laquelle elle formule des constats et recommandations, dont certains concernent spécifiquement les fournisseurs de produits et services liés à la durabilité. Poursuivant ses travaux, la Commission a lancé en 2022 une consultation auprès d'un large public (fournisseurs de notation ESG, agences de notation de crédit, investisseurs, entreprises, autorités de surveillance, société civile). Les réponses à cette consultation devraient fournir des éléments à la Commission en vue de préciser sous quelle forme une action de sa part pourrait être prise (lignes directrices ou autres mesures non

contraignantes, ou amélioration de la réglementation) et sur quels sujets liés au marché de l'ESG. Il est important de souligner que les agences de crédit sont également concernées, compte tenu du fait que les notations crédit incorporent depuis quelques années les facteurs de risques ESG.

Enfin, la dernière partie sera l'occasion d'une réflexion autour des questions centrales suivantes :

- que penser, aujourd'hui, des divergences entre les notations ESG : sont-elles propres au sujet ESG et si oui, sont-elles durables ?
- la transparence peut-elle suffire à adresser de manière satisfaisante les problèmes de comparabilité entre agences ?
- une uniformisation des approches est-elle souhaitable ?
- l'intégration des facteurs de risques ESG dans la note crédit, si elle est trop poussée, ne risque-t-elle pas de générer du bruit et donc d'amoindrir la qualité de la note crédit ?

4 Aggregate Confusion the Divergence of ESG Ratings'. Florian Berg, Julian F. Kölbel, Roberto Rigobon (2019 revue en avril 2022)

2. Résultats empiriques sur les divergences entre les notations ESG des agences

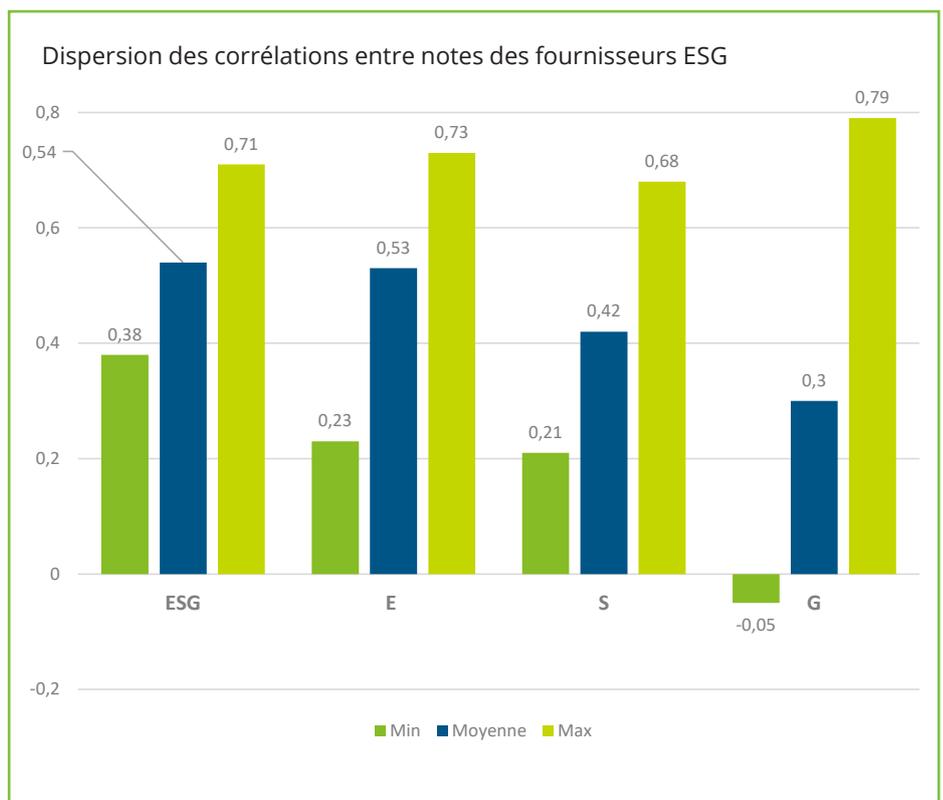
Nous reprenons ici les principaux résultats des travaux montrant la divergence entre les notations ESG. Il s'agit d'une étude réalisée en 2019 par F. Berg, J.F Kölbl et R. Rigobon, que nous avons choisie de reprendre ici, à la fois pour son intérêt et parce qu'elle est devenue une référence pour les régulateurs ou superviseurs.

L'objectif de cette étude est d'analyser les différences entre les notations ESG provenant des fournisseurs, d'identifier et de comprendre les sources de divergences et enfin de quantifier leur importance. Elle porte sur 6 agences de notations ESG⁵, 709 indicateurs ESG et 924 entreprises communes aux 6 agences.

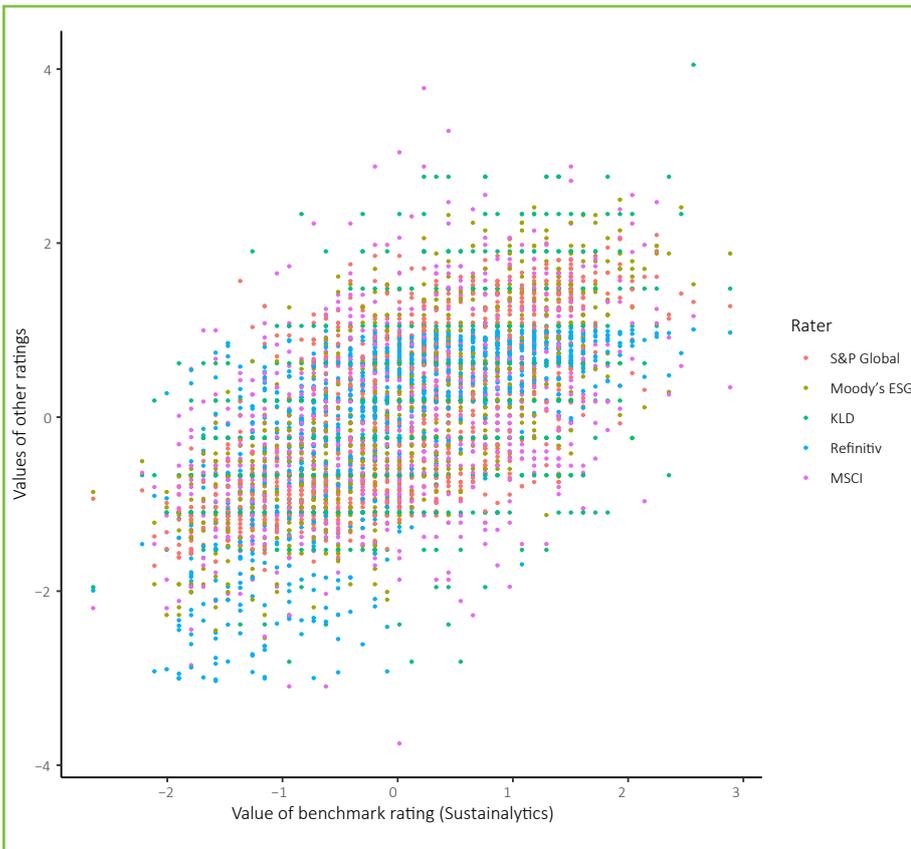
Les 709 indicateurs ESG sont catégorisés en 64 classes « communes ». Des scores sur chaque catégorie sont calculés, en les implicitant à partir des notations des agences (régression des notations sur les catégories). Ces scores catégoriels sont ensuite comparés entre agences en mesurant la corrélation entre les scores des catégories, pour les agences deux à deux. L'étude mesure enfin les écarts entre les scores, en les répartissant selon leur nature (écart de mesure, de périmètre ou de pondération). Voir l'encadré page suivante pour davantage de détails sur la démarche.

Les conclusions de cette étude sont les suivantes :

- la corrélation entre notes globales ESG des agences s'élève en moyenne à 0,54, et s'étend entre 0,38 et 0,71. L'axe E (Environmental) présente, en moyenne, la corrélation la plus élevée des 3 axes (0,53), proche de la corrélation globale, mais avec une forte dispersion (de 0,23 à 0,73). L'axe S (Social) a une corrélation intermédiaire (0,42) entre les deux autres axes. L'axe G (Governance) présente la corrélation la plus faible (0,3) et la dispersion la plus élevée (de -0,05 à 0,79). Moody's et Sustainalytics sont les plus en phase. A l'inverse, KLD et MSCI semblent les plus décalés par rapport aux autres agences ;



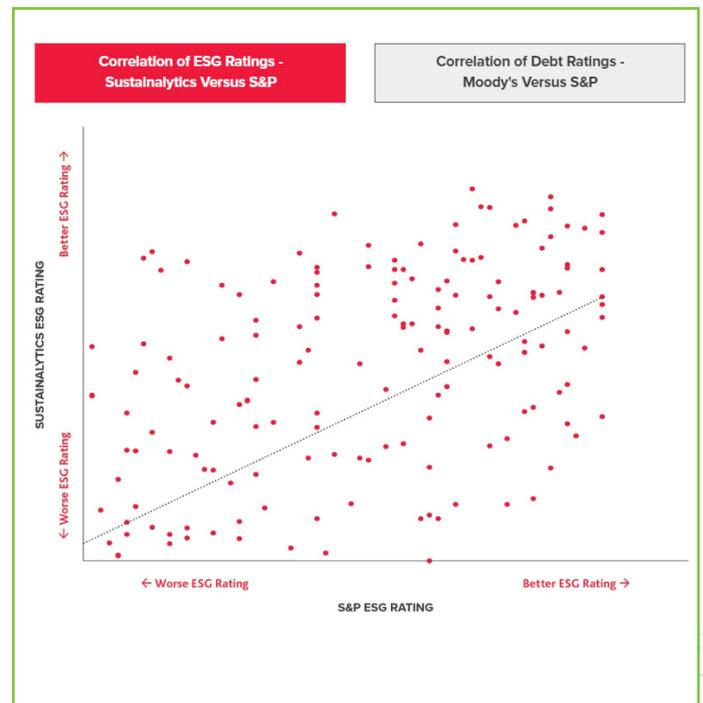
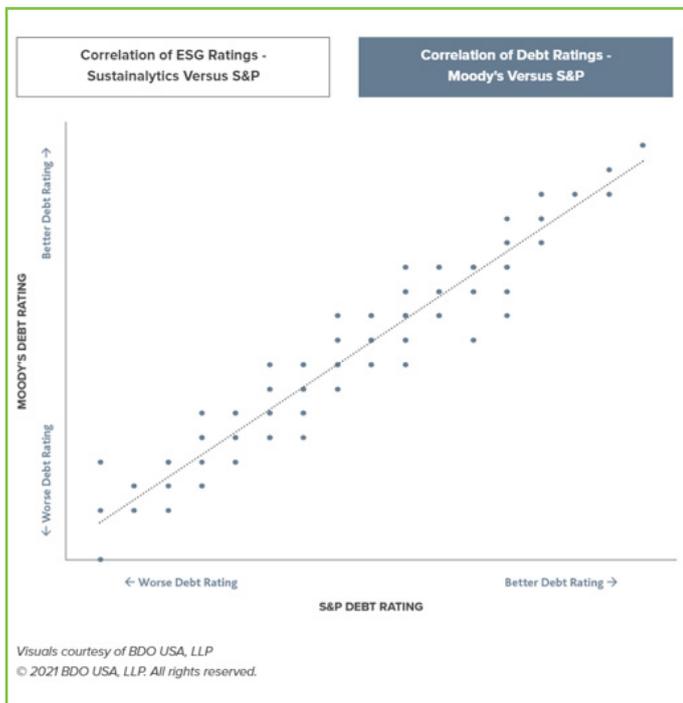
5 KLD, Sustainalytics, Moody's, S&P Global, Refinitiv, MSCI



- les divergences liées aux mesures sont prépondérantes (56% des écarts entre notations), devant les divergences de périmètre (38%). A l'inverse, la pondération ne joue qu'un faible rôle (6%) ;
- l'étude montre un « effet de halo » : une entreprise ayant un score élevé sur une catégorie a tendance à être également bien notée sur les autres catégories.

La divergence entre les notations ESG apparaît d'autant plus spectaculaire lorsqu'elle est comparée au cas des notations de crédit. D'après une étude de K. Prall⁶ portant sur 400 entreprises appartenant à 24 secteurs, les notations de crédit long terme estimées par Moody's, Standard & Poor's et Fitch Ratings ont une corrélation entre 94% et 96%, soit très au-dessus des corrélations trouvées pour les notations ESG. Cette différence apparaît nettement sur les deux graphiques ci-dessous (le cas ESG correspond à la figure de gauche, le cas du crédit à celle de droite).

Aggregate Confusion the Divergence of ESG Ratings'. Florian Berg, Julian F. Kölbl, Roberto Rigobon (2019 revue en avril 2022)

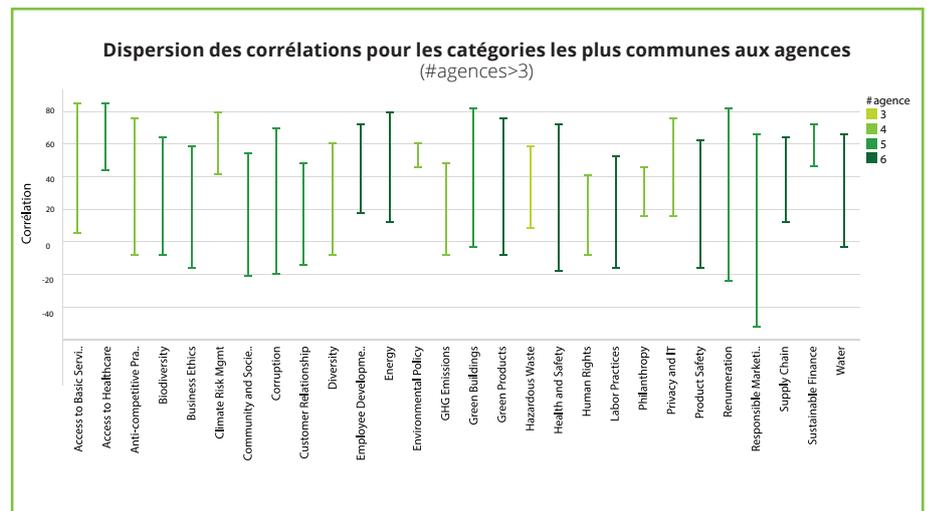
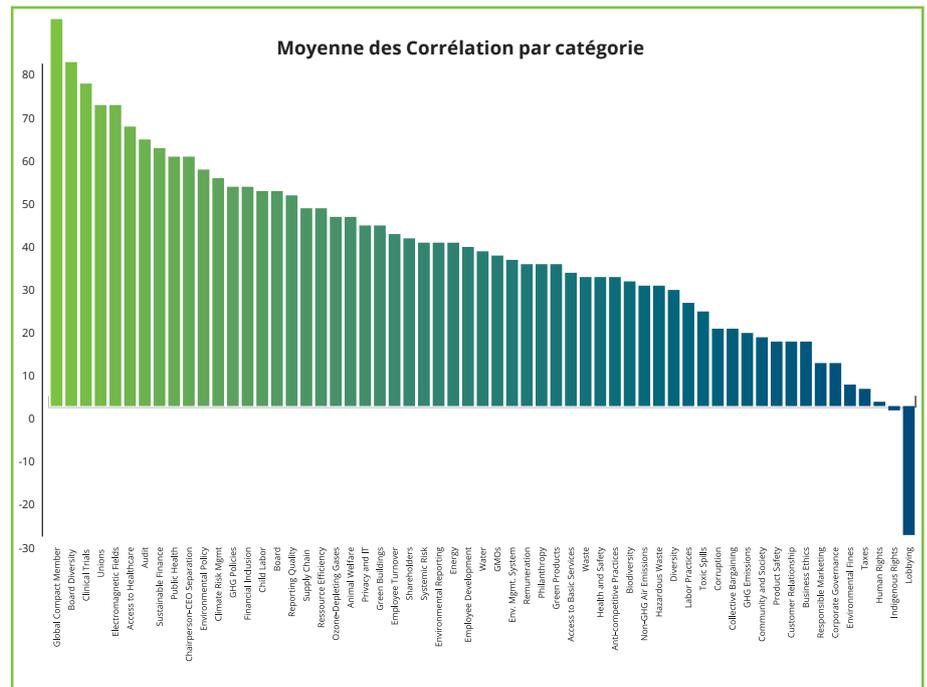


6 ESG Ratings : Navigating Through the Haze', K. Prall (2021).

Démarche adoptée par les auteurs

Pour pouvoir identifier et quantifier les sources de divergences entre les noteurs, il faut d'abord construire une méthodologie de score « commune » à tous les noteurs. Elle se fait en 4 étapes.

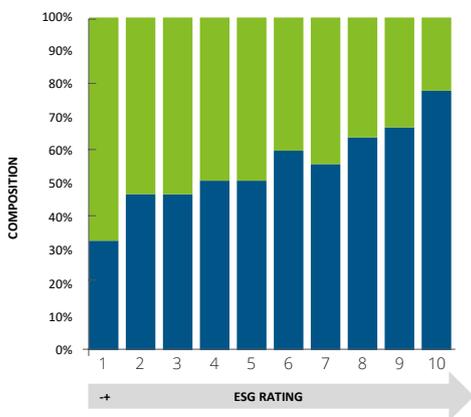
1. La première étape consiste à définir des catégories communes aux agences (exemple de catégorie : biodiversité, énergie). Par construction, chaque catégorie contient des indicateurs identiques ou comparables entre les différentes agences. On aboutit à 64 catégories d'indicateurs où chacune est commune à au moins deux agences⁷.
2. On calcule ensuite un score par catégorie, égal à la moyenne des indicateurs de la catégorie. La corrélation trouvée est de 36% en moyenne sur les 64 catégories et dépend fortement des catégories. Pour certaines, elles sont quasi nulles voire négatives. Par ailleurs, les corrélations ont tendance à être d'autant plus faibles que la granularité est élevée. Par exemple : 38% pour l'énergie vs. 53% pour l'axe E (Environmental)
3. Puis on détermine les pondérations associées aux scores. Par régression sur toutes les entreprises notées, on calcule les poids associés à chaque score, afin d'obtenir le score global (qui est connu pour chaque agence). Ces poids sont propres à chaque agence.
4. Les sources des écarts peuvent alors être quantifiés : grâce à la décomposition de la note d'une agence en scores catégoriels comparables, on peut calculer la contribution des différents effets suivants : divergence de périmètre (écart de note calculé en ne prenant en compte que les catégories représentées par l'une ou l'autre agence), divergence de mesure (écart de note calculé sur le périmètre de catégories communes et avec un poids identique) et divergence de pondération (le résidu).



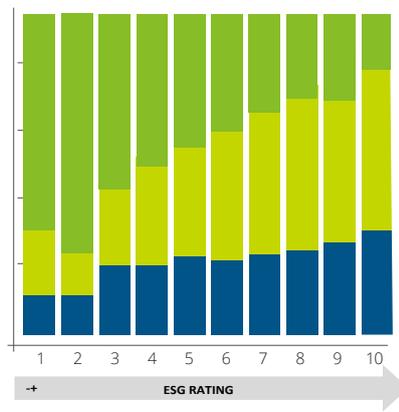
⁷ sauf une catégorie résiduelle, qui regroupe les indicateurs 'solo'

Une autre analyse, menée par M. LaBella, L. Sullivan, J. Russell et D. Novikov⁸, apporte un éclairage intéressant en étudiant les sources des biais. Ils observent un premier biais lié à la taille de l'entreprise : celles de taille importante ont tendance à être mieux notées. Ce biais peut s'expliquer car les agences s'appuient sur les informations publiques des entreprises, coûteuses en ressources à produire, donc moins présentes dans les petits établissements.

Un autre biais est lié à la géographie: à modèle commercial et industrie comparables, une entreprise européenne sera par exemple favorisée, du fait d'une régulation plus sévère en faveur de la publication d'informations extra financières. Les entreprises régies par des pays de droit civil sont également avantagées par rapport à celles de droit commun.



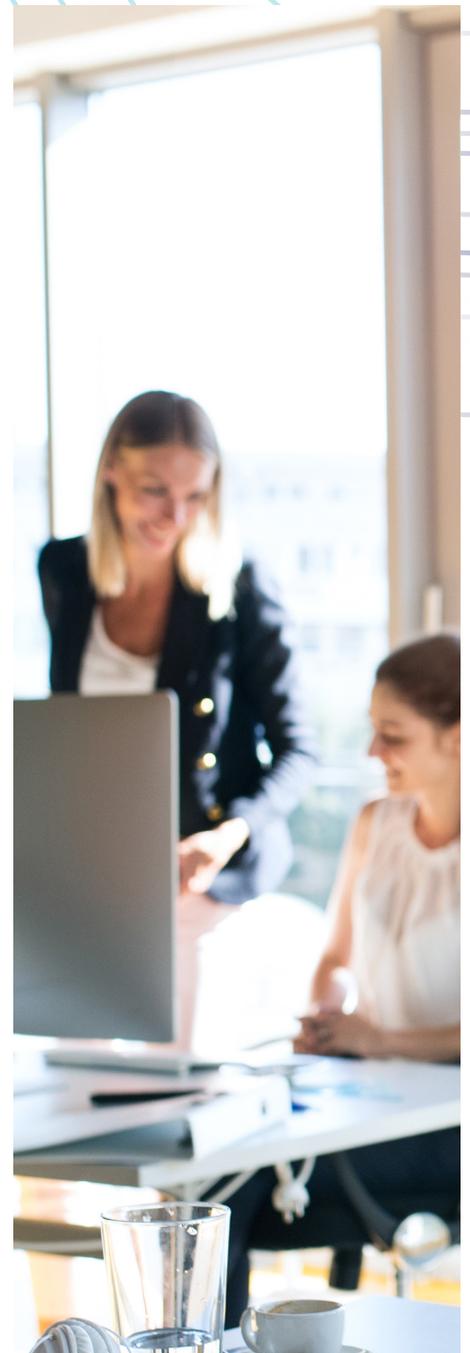
Biais lié à la taille



Biais géographique

Des biais sectoriels existent également : les méthodologies des agences peuvent accorder trop d'importance à l'appartenance sectorielle (risque systémique), au détriment du caractère idiosyncratique de l'entreprise ou de son modèle commercial spécifique, et qui se manifestent plus particulièrement dans le cas des grandes entreprises.

L'effet de halo est un autre biais constaté : lorsqu'un noteur accorde une bonne note à une catégorie, il a tendance à mieux noter les autres catégories.



8 The Devil is in the Details_Divergence in ESG Data', Michael J. LaBella, Lily Sullivan, Josh Russell, and Dmitry Novikov. (Septembre 2019).

3. Ce qu'en pensent les instances réglementaires



Un sujet d'attention pour tous les régulateurs

Les divergences de notations entre les agences et les problèmes qu'elle soulèvent sont clairement pointées par les instances réglementaires.

Ainsi, l'IOSCO⁹ relève que « les approches méthodologiques sous-tendant les notations ESG et les produits de données sont très diverses, ce qui (...) peut entraîner une faible corrélation et une forte divergence dans les notations ESG et les produits de données entre fournisseurs même lorsqu'ils visent le même objectif¹⁰».

De son côté, dans son étude de 2020 sur la fourniture de données extra-financières¹¹, l'AMF fait état de la « grande hétérogénéité dans les méthodes de collecte de fiabilisation et de traitement des données, qui sont à l'origine d'importantes divergences dans les évaluations des performances extra-financières produites ».

Les faibles corrélations constatées constituent également un sujet d'inquiétude clairement exprimé par la Commission européenne, notamment en termes d'implications sur la viabilité de l'objectif d'investir dans la durabilité : « Les conséquences de la divergence, ou faible corrélation, vont de la remise en cause de la crédibilité des notations, jusqu'à constituer un obstacle à une prise de décision prudente visant à déplacer des capitaux vers des investissements plus durables – ceci étant particulièrement le cas lorsque les investisseurs ne sont pas en mesure d'apprécier les limites concernant les notations et données liées à la durabilité »¹².

Constats et recommandations de la Commission européenne (2020)

Les constats¹³ de la Commission européenne relatifs aux données et aux notations ESG adressent les sujets suivants, et dont la plupart concernent la

divergence des notations :

- le manque de transparence ;
- l'insuffisante fiabilité des données utilisées ;
- l'existence de biais et les faibles corrélations des notes ;
- le manque de comparabilité des informations publiées ;
- l'inconsistance des terminologies.

D'autres constats sont par ailleurs formulés, portant sur le risque de conflits d'intérêts, le manque de dialogue évoqué par les entreprises, le manque de compréhension des enjeux et des contextes métier¹⁴.

9 'Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers, Final Report'. OICV-IOSCO (Nov. 2021).

10 C'est nous qui soulignons.

11 La fourniture de données extra-financières: cartographie des acteurs, produits et services', AMF (déc. 2020).

12 Study on sustainability-related ratings data and research'. ERM - étude demandée par la Commission européenne - (nov. 2020).

13 Ibid.

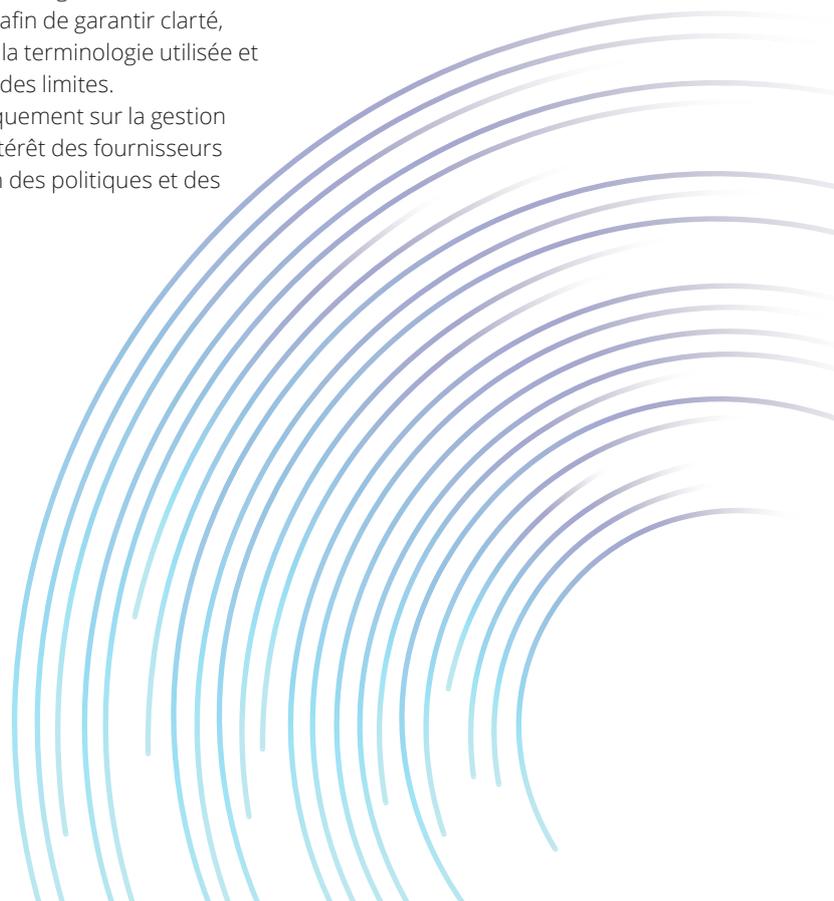
14 A ces constats de la Commission, on peut également ajouter le fait que le périmètre des entreprises communiquant des éléments augmente avec le temps, avec comme conséquence une moindre pertinence des données anciennes - puisque moins représentatives, et une difficulté à construire des méthodes sans un historique stable.

	Transparence	Manque de transparence sur la méthodologie (périmètre, métrique, pondérations), de compréhension de ce que signifie vraiment une notation et de son objectif
	Délai (de mise à jour), exactitude et fiabilité	<ul style="list-style-type: none"> • Délai de plusieurs mois entre les informations disponibles dans les entreprises et ce qui est pris en compte par les agences • Seules 19% des entreprises considèrent les données et les notations les précises ou fiables
	Biais et corrélation	<ul style="list-style-type: none"> • Biais : observé en fonction de la taille de l'entreprise, sa région et son secteur • Corrélation : faible entre différents noteurs pour une même entreprise (~0,5)
	Conflits d'intérêts	<p>Par exemple</p> <ul style="list-style-type: none"> • Non-séparation entre le noteur et les intérêts financiers des notés • Mélange entre l'activité de notation et la fourniture de services (payants)
	Matérialité et compréhension du contexte	<ul style="list-style-type: none"> • Manque de compréhension des enjeux et du contexte métier • Nombre considérable de données sous-jacentes (~1000) sans réelle considération de leur matérialité
	Informations publiées	<ul style="list-style-type: none"> • Manque de données et métriques ESG suffisamment comparables et standardisées • Travaux lancés, notamment avec l'EFRAG
	Dialogue avec les entreprises	Manque de communication avec les entreprises ; perception de celles-ci que les analystes des agences couvrent trop d'entreprises pour bien les comprendre
Abc	Terminologie inconsistante	En particulier, les notions « ESG » et « durabilité » recouvrent des sens différents

A la suite de ces constats, le rapport formule huit recommandations, dont cinq concernent spécifiquement les fournisseurs de produits et services liés à la durabilité.

1. Communiquer les méthodologies de notation, y compris les critères d'évaluation spécifiques, les sources de données et les pondérations.
2. Développer des standards comprenant un système de certification, les objectifs de la notation, une gouvernance et un code de conduite, la collaboration avec les entreprises, un processus de correction d'erreur et de mises à jour dans les délais, la transparence méthodologique, la prise en compte de la matérialité et du risque de biais.
3. Communiquer gratuitement notations, données et recherches à l'entreprise cible, sans toutefois la communiquer en amont de la publication.

4. Exiger que soient indiqués le but et les limites de ce que les agences fournissent aux utilisateurs, afin de garantir clarté, cohérence dans la terminologie utilisée et compréhension des limites.
5. Informer publiquement sur la gestion des conflits d'intérêt des fournisseurs (communication des politiques et des procédures).



Focus sur :	Recommandations								Abc
Fournisseurs de produits et de services liés à la durabilité	1. Communiquer les méthodologies de notation (y compris les critères d'évaluation spécifiques, les sources de données, les pondérations)	✓							
	2. Développer des standards comprenant un système de certification, les objectifs de la notation, une gouvernance et un code de conduite, la collaboration avec les entreprises, un <i>process</i> de correction d'erreur et de mises à jour dans les délais, la transparence méthodologique, la prise en compte de la matérialité et du risque de biais	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
	3. Communiquer gratuitement notations, données et recherches à l'entreprise cible, sans toutefois la communiquer en amont de la publication			✓	✓			✓	
	4. Exiger que soient indiqués le but et les limites de ce que les agences fournissent aux utilisateurs, afin de garantir clarté, cohérence dans la terminologie utilisée et compréhension des limites	✓		✓		✓			✓
	5. Informer publiquement sur la gestion des conflits d'intérêts des fournisseurs (communication des politiques et des procédures)				✓				
	6. Expliquer, pour les gestionnaires d'actifs, l'articulation entre les investissements réalisés et les facteurs de durabilité ; publier le pourcentage de la recherche sur les investissements durables (à articuler avec la SFDR)	✓							
Gestionnaires actifs	7. Améliorer les informations sur la durabilité des entreprises avec l'objectif d'améliorer la comparabilité, l'exhaustivité, la cohérence et la qualité des données divulguées (à articuler avec la NFRD)					✓			
Tous	8. Clarifier la terminologie et promouvoir la cohérence dans les termes clés utilisés et les définitions appliquées, et une meilleure connaissance des produits dont ceux liés à la durabilité								✓

							Abc
Transparence	Délai, exactitude et fiabilité	Biais et corrélations	Conflits d'intérêt	Matérialité et compréhension du contexte	Informations publiées	Dialogue avec les entreprises	Terminologie

Appel à contribution de la Commission européenne (2022) : objectifs et résultats

Contexte et objectifs de la consultation

Faisant suite aux constats soulevés ci-avant, la Commission européenne a lancé, le 4 avril 2022, une consultation sur le fonctionnement du marché des notations ESG et des facteurs ESG dans la notation Crédit¹⁵. Il s'agit notamment pour la Commission de valider les précédents constats auprès d'une large audience, puisqu'elle rassemble agences des notations ESG et de crédit, investisseurs, entreprises, autorités publiques, ONG et société civile, et ainsi, d'assurer une base consensuelle pour d'éventuelles actions à venir.

Cet appel à contribution prolonge également les travaux et réflexions entamés sur les agences de notations ESG pour adresser le sujet du risque ESG tel qu'appréhendé par les agences de crédit. Ce volet complémentaire vient du constat formulé par l'ESMA et selon lequel les agences de crédit ne communiquent pas suffisamment sur la manière dont elles intègrent les facteurs ESG dans leurs notes crédit. Ainsi, l'objectif de l'appel à consultation est triple :

- renforcer la fiabilité des notations ESG ;
- rendre comparables les notations ESG entre les agences ;
- assurer que les risques ESG sont intégrés dans les notations de crédit.

En fonction des réponses, la Commission pourra étudier la possibilité d'émettre des recommandations non contraignantes ou de proposer une nouvelle réglementation¹⁶.

La consultation s'articule autour des sujets suivants :

- utilisation des notations ESG et dynamique du marché ;
- fonctionnement du marché des notations ESG ;
- nécessité éventuelle d'une intervention au niveau européen et coûts engendrés ;
- incorporation des facteurs ESG dans la notation crédit.

Principaux résultats

Concernant le fonctionnement du marché des notations ESG, les utilisateurs mettent en avant de multiples et profonds dysfonctionnements, parmi lesquels figurent le manque de transparence des méthodologies de notation et le manque de clarté sur la signification de ces notations. L'absence de définitions communes est également reprochée, entraînant des problèmes de comparabilité entre les notations. Les utilisateurs soulignent également le risque de conflit d'intérêt et relèvent que le fonctionnement du marché des notations souffre d'une

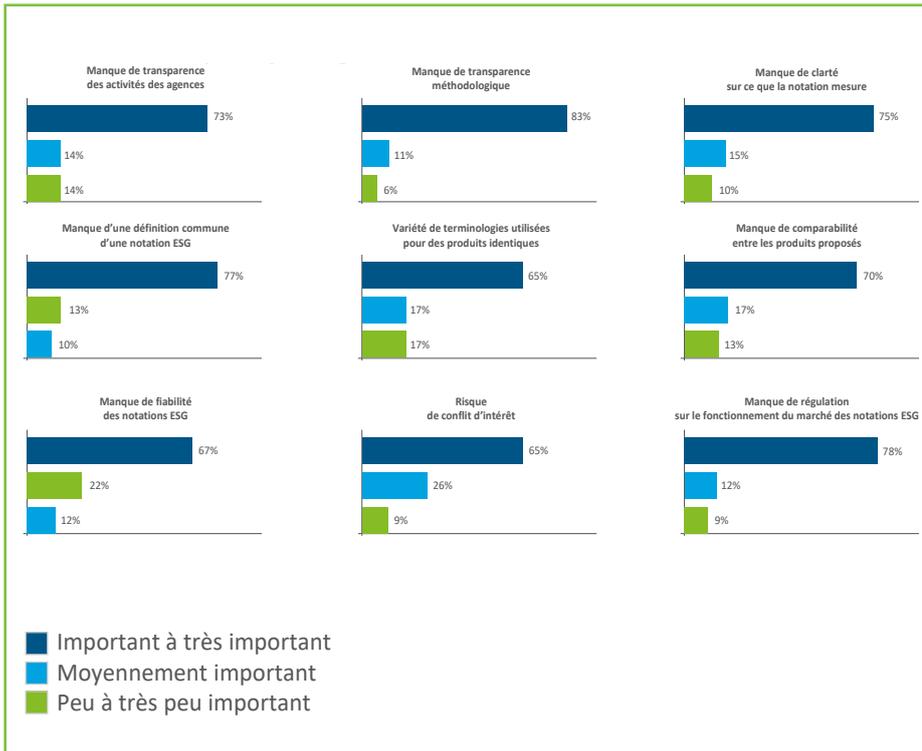
insuffisance de supervision. Ces griefs les conduisent logiquement (67% des répondants) à considérer que les notations ESG manquent de fiabilité.

Ainsi, les répondants, par cette consultation, confirment largement les constats antérieurs de la Commission dans son étude de 2020 précitée (voir partie précédente).

Le manque de comparabilité apparaît ainsi comme une conséquence logique de l'absence d'uniformisation des méthodologies et des difficultés de compréhension ou d'interprétation des notations. De ce point de vue, il n'est guère étonnant que les utilisateurs jugent sévèrement le fait que les agences puissent attribuer des notes différentes à une même entreprise. Cette décorrélation ne peut qu'affaiblir la crédibilité et la confiance des investisseurs et peut même les inciter à changer de fournisseur dans l'objectif d'améliorer leur note. En outre, elle laisse à penser que la problématique ESG est subjective, en contraste avec le caractère objectif de la détérioration climatique, la déforestation ou le déclin de la biodiversité. Enfin, elle constitue pour certains une source potentielle d'écoblanchiment ('greenwashing').

¹⁵ Pour le contexte et le rationnel : "ESG ratings and sustainability risks in credit ratings. Call for evidence for an impact assessment", et pour le questionnaire : "Consultation document: Functioning of the ESG ratings market in the European Union and on consideration of ESG factors in credit ratings", Commission européenne (4 avril 2022).

¹⁶ Par exemple, sur l'autorisation des agences de notations ESG, le risque de conflit d'intérêts, la définition d'un régime de supervision au niveau européen, l'information sur la transparence méthodologique – y compris pour les agences de notations crédit.



S'agissant d'une éventuelle intervention sur le marché des notations, les répondants expriment une très forte attente, puisqu'ils y sont favorables à 94% principalement sur le plan législatif (80%). **Ce résultat pourrait donc inciter la Commission européenne à légiférer sur le sujet.**

Concernant l'intégration des notations ESG dans la note crédit, il se dégage un large consensus sur l'importance de comprendre comment les facteurs de risque ESG impactent la note crédit, compréhension loin d'être assurée à ce jour, faute d'une information suffisante des agences de notations. Il est de ce fait très difficile pour les utilisateurs d'apprécier l'importance la part du risque ESG dans le risque de défaut. La question d'une éventuelle régulation sur ce sujet précis semble cependant nettement moins consensuelle que pour le marché des notations ESG.

Notations ESG / notation crédit	Sujet	Réponses reçues
ESG	Utilisation des notations ESG / dynamique du marché	<ul style="list-style-type: none"> recours aux notations ESG par une large majorité des répondants, à des fins diverses, notamment de disposer d'une opinion sur l'exposition et la gestion des risques ESG quasi-unanimité sur l'importance autour de la transparence (sources de données et méthodologies), la fiabilité et la rapidité de prise en compte des informations ESG pour alimenter la note ESG anticipation d'une croissance du marché des notations, du fait d'une demande des investisseurs et d'une possible standardisation de l'information.
ESG	Fonctionnement du marché des notations ESG	<ul style="list-style-type: none"> fonctionnement jugé déficient (84%), du fait de manque de transparence, de biais, de conflits d'intérêt niveau de corrélation jugé inadéquat (81%) ; pour autant (ou pour cette raison), demande pour une variété de notations (74%)
ESG	Intervention sur le marché des notations ESG	<ul style="list-style-type: none"> très forte demande (94%) pour une intervention, notamment sur le plan législatif (80%) principal sujet devant être adressé selon les répondants : la transparence méthodologique, mais aussi la comparabilité, la clarté des objectifs, etc. nécessité d'une autorisation préalable pour qu'une agence ESG puisse exercer (82%)
Crédit	Intégration des facteurs ESG dans les notations de crédit	<ul style="list-style-type: none"> très forte demande pour comprendre comment le risque ESG impacte le risque de crédit. Avis partagés sur la question de savoir si l'intégration dans la note crédit est suffisante, avec une information jugée insuffisante (70%) côté agences, toutes indiquent incorporer les 3 axes E, S et G dans leur notation de crédit et estiment globalement avoir progressé dans l'information communiquée et respecté les demandes de l'ESMA.
Crédit	Intervention sur le marché des notations crédit	<ul style="list-style-type: none"> les répondants considèrent que la tendance du marché ainsi que les lignes directrices de l'ESMA ne seront pas suffisantes pour assurer une compréhension de la façon dont les facteurs ESG impactent la note crédit, mais semblent pour autant ne pas souhaiter une législation crainte des agences sur une trop grande importance accordée à l'ESG en cas de régulation.

4. Discussion

Une divergence entre les agences de notation structurelle et ... durable mais qui ne doit pas obérer l'utilisation de notes ESG, via des approches, si possible, multiples.

La divergence entre les notations a fait l'objet d'analyses académiques poussées ; elle apparaît structurelle et semble refléter l'absence de traduction 'objective' de ce qu'est un risque ESG et de la manière dont il peut se matérialiser. Cette situation est caractéristique du risque ESG, contrairement au risque de crédit qui repose sur la notion de défaut, lequel est objectivable, mesurable et pouvant faire l'objet d'un backtesting. Sauf à imposer un cadre taxonomique, méthodologique et un référentiel de données communs, il n'y a pas de raison laissant à penser que la divergence constatée puisse aller en s'amenuisant dans un avenir proche.

Une conséquence est que la notion de « performance ESG », largement employée par les agences et les sociétés de gestion, est particulièrement délicate à estimer : comment attribuer une performance ESG à une entreprise dont le risque ESG est

perçu de manière aussi différente selon les agences ? En outre, il est difficile de tirer des enseignements clairs des études et de la recherche empirique dont les résultats dépendent bien souvent des données et des notations ESG.

En conséquence, les 'bons élèves' sont difficilement identifiables et l'univers d'investissement ne peut pas être clairement défini. Il s'ensuit que les objectifs internationaux sont rendus plus complexes à atteindre, faute de métriques consensuelles et du fait de la confusion sur comment savoir si le chemin suivi est le bon.

Pour autant, malgré les difficultés d'interprétation et de comparabilité, il nous semble nécessaire de disposer d'une approche de notation car elle force la connaissance de l'établissement et la réflexion sur les risques ESG de ses investissements. Il n'apparaît guère souhaitable que l'évaluation par une entreprise des risques ESG ne repose que sur une seule méthodologie ou ne provienne que d'une seule agence.

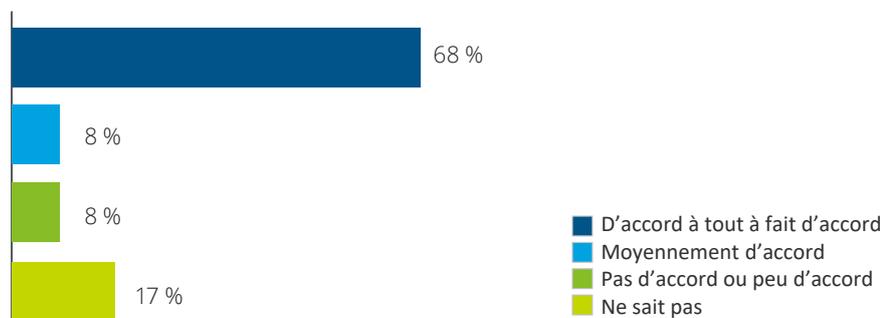
Le risque serait d'avoir une vision partielle ou biaisée, et d'améliorer certaines composante ESG au détriment d'autres.

La transparence méthodologique : nécessaire mais insuffisante, compte tenu de la complexité des approches.

La transparence, tant sur la méthodologie que sur les sources de données et leur traitement (par exemple les données manquantes), est indispensable. Sans cette transparence, la comparabilité des agences ne peut être assurée et les divergences ne peuvent être comprises. Il existe d'ailleurs un très large consensus des acteurs en ce sens, comme rappelé dans la partie précédente (voir les résultats de la consultation de la Commission européenne).

Cependant, la complexité des méthodologies, la multiplicité des données et le nombre conséquent d'hypothèses et d'éléments à dire d'experts nous semble rendre illusoire l'idée que la transparence suffira à assurer la comparabilité. En effet, nous avons pu constater à quel point les approches de fournisseurs comme Refinitiv, Sustainalytics ou MSCI sont différentes. A supposer qu'elles soient comprises et assimilées, le lecteur en ressort encore plus perplexe : quelles conclusions pratiques peut-il tirer de l'examen comparatif d'une liste de dizaines voire de centaines de 'datapoints' de chaque fournisseur ? de facteurs ESG de nature et de métrique différentes ? de pondérations forfaitaires et propriétaires ? On le voit, la comparabilité n'a de sens que si les approches ne diffèrent que sur quelques points.

Manque de transparence sur les objectifs et les méthodologies des notations



Une uniformisation des approches est-elle souhaitable ?

Dans ce contexte, la question essentielle est de savoir s'il ne faut pas arbitrer vers une uniformisation des méthodologies de manière à favoriser les objectifs internationaux. Il s'agit là bien d'un arbitrage car un cadre méthodologique uniforme risque d'aboutir à une vision unique mais erronée du risque ESG, faute

d'être en mesure d'en saisir et d'en traduire la complexité de manière satisfaisante.

La standardisation des pratiques et des exigences demandées aux agences figure parmi les sujets adressés par la Commission européenne dans son appel à contribution de 2022. Il est intéressant d'analyser les réponses des participants. Ainsi, à la question « la variété de notations est-elle plutôt positive ou négative »,

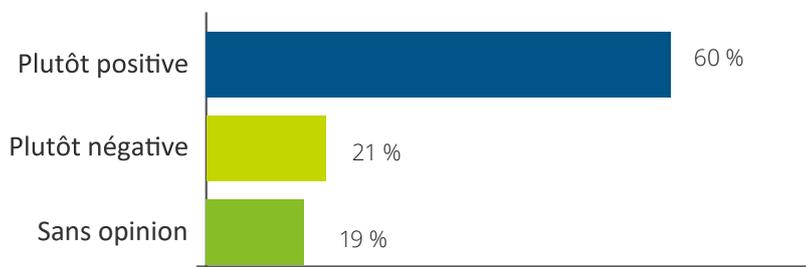
60% des répondants indiquent « positive » et 19% sont sans opinion.

Les réflexions des répondants font état de raisons diverses. Certains rappellent à juste titre que les notations servent plusieurs types d'objectifs ou de demandes (exemple : construction de portefeuille de type screening, best-in class, à impact). D'autres soulignent que la diversité des notations permet à l'investisseur d'avoir différents points de vue et de se forger sa propre opinion, en adaptant notamment l'analyse de l'agence à la situation particulière de l'entreprise. Enfin, on peut se demander si une corrélation trop haute n'aboutirait pas à une situation de nature à générer du risque systémique, par exemple, en cas de notation erronée.

Une telle uniformisation aurait cependant comme vertu de favoriser les investissements dans une direction davantage contrôlée, et que l'on pourrait plus facilement rapprocher des objectifs ESG internationaux. En revanche, elle nécessiterait un consensus méthodologique loin d'être assuré à ce jour. Le risque serait donc grand de partir dans une direction méthodologique erronée ou non pertinente.

Une voie intéressante serait d'imposer aux agences une méthode complémentaire ou 'standard', indépendamment de celles qu'elles ont définies et qu'elles continueraient d'utiliser. Cette méthode 'standard' permettrait à la fois une compréhension de ce que recouvre la méthode propriétaire et une comparabilité entre agences, dans le sens où il serait demandé à celles-ci de documenter les écarts entre les méthodes propriétaire et la méthode 'standard'.

La variété de notations est-elle plutôt positive ou négative ?





Notation ESG et notation de crédit : un mariage délicat

Dans la mesure où le risque ESG peut avoir un impact sur le risque de crédit, il est a priori logique de l'intégrer dans la notation de crédit. C'est en partie le cas, depuis notamment la supervision par l'ESMA en 2011 des « CRA » (Credit Rating Agencies)¹⁷. En juillet 2019, à la suite d'une consultation faisant ressortir de fortes disparités entre le niveau des informations publiées par les agences, l'ESMA a émis un ensemble de lignes directrices¹⁸ applicables depuis mars 2020, portant sur (i) la nature des informations devant être communiquées par les agences de crédit lors de l'émission d'une note et (ii) une plus grande transparence concernant le caractère significatif ou non des facteurs ESG dans la note crédit.

Si l'application de ces lignes directrices a eu un effet positif sur l'information, elle semble encore bien insuffisante aux yeux des utilisateurs (voir les résultats de la consultation de la Commission

européenne dans la partie précédente). Par ailleurs, les CRA étant déjà régulées, une évolution significative de la réglementation semble moins souhaitée que dans le cas du fonctionnement du marché ESG, les agences semblant même craindre une trop forte prépondérance donnée à l'ESG par rapport aux autres facteurs affectant le risque de crédit, et de ce fait aboutir à fausser l'estimation de celui-ci.

Au-delà de la signification des notations ESG, il reste que l'objectif de modélisation n'est pas clair, contrairement au risque de crédit où l'on sait ce que l'on doit modéliser (le risque de défaillance sur un certain horizon de temps). Par ailleurs, les analyses de vulnérabilité et d'impacts ESG sont très souvent basées sur des scénarios environnementaux et/ou de décarbonisation qui sont décorrélés des éléments de contexte macroéconomiques qui pourtant influent de manière importante sur le fonctionnement et la stratégie des marchés et des entreprises. Dans ce contexte et malgré les

recommandations de l'ESMA, il n'est pas assuré que les pratiques des agences crédit permettent une compréhension suffisante de l'impact des risques ESG sur la note crédit. Par ailleurs, la comparabilité entre agences sur ce sujet se heurte aux mêmes écueils que ceux cités pour les notations ESG, à savoir qu'une hypothétique transparence suffira difficilement à assurer une comparaison pertinente entre les approches.

Enfin, les pressions des régulateurs et du marché pour une plus grande intégration des risques ESG dans la note crédit pourraient avoir des effets non désirés, comme celui d'introduire du bruit dans la notation crédit et donc d'amoindrir les niveaux très hauts de corrélation observés entre les notes crédit, ce bruit provenant, on l'a vu, des divergences entre notations ESG. Il apparaît donc indispensable que les agences explicitent clairement les effets ESG dans l'estimation du risque de défaut.

17 L'ESMA supervise ainsi 24 CRA réparties dans 13 états membres.

18 Final Report – Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings, ESMA (juillet 2019).



Deloitte fait référence à un ou plusieurs cabinets membres de Deloitte Touche Tohmatsu Limited (« DTTL »), à son réseau mondial de cabinets membres et à leurs entités liées (collectivement dénommés « l'organisation Deloitte »). DTTL (également désigné « Deloitte Global ») et chacun de ses cabinets membres et entités liées sont constitués en entités indépendantes et juridiquement distinctes, qui ne peuvent pas s'engager ou se lier les uns aux autres à l'égard des tiers. DTTL et chacun de ses cabinets membres et entités liées sont uniquement responsables de leurs propres actes et manquements, et aucunement de ceux des autres. DTTL ne fournit aucun service aux clients. Pour en savoir plus, consulter www.deloitte.com/about. En France, Deloitte SAS est le cabinet membre de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, et les services professionnels sont rendus par ses filiales et ses affiliés.

Deloitte fournit des services de pointe en matière d'audit et d'assurance, de fiscalité et de droit, de consulting, de financial advisory et de risk advisory, à près de 90 % des entreprises du Fortune Global 500® et à des milliers d'entreprises privées. Les résultats mesurables et pérennes de nos professionnels contribuent à renforcer la confiance du public dans les marchés de capitaux, permettent aux clients de se transformer et de prospérer, et ouvrent la voie à une économie plus forte, une société plus équitable et un monde durable. Fort de plus de 175 ans d'expérience, Deloitte est présent dans plus de 150 pays et territoires. Pour en savoir plus sur la manière dont nos près de 415 000 professionnels dans le monde make an impact that matters, consultez www.deloitte.com.

Deloitte France regroupe un ensemble de compétences diversifiées pour répondre aux enjeux de ses clients, de toutes tailles et de tous secteurs. Fort des expertises de ses 7 700 associés et collaborateurs et d'une offre multidisciplinaire, Deloitte France est un acteur de référence. Soucieux d'avoir un impact positif sur notre société, Deloitte a mis en place un plan d'actions ambitieux en matière de développement durable et d'engagement citoyen.

© 2023 Deloitte SAS. Membre de Deloitte Touche Tohmatsu Limited
Designed by dot.