

## Agences de notation : quel rôle et quel cadre pour l'ESG ?

- **Propos introductif par Michel COJEAN, *délégué général de l'AEFR***

L'historique et l'usage, sur les marchés financiers, des notations de crédit qui reflètent la capacité d'un émetteur à rembourser sa dette financière et bancaire en temps et en heure sont bien connus. Il n'est pas besoin de rappeler l'importance de la notation financière dans le fonctionnement des marchés et plus largement de la vie économique : il suffit de noter la fébrilité avec laquelle les émetteurs, notamment les souverains, attendent le verdict des agences, de constater que les agences ont vu leur notation institutionnalisée dans la réglementation financière, et de souligner que la reconnaissance du caractère central de leur fonction et le constat qu'elles pouvaient jouer un rôle dans le déroulement d'une crise a conduit à une réglementation spécifique de cette activité.

Et pourtant on ne connaît pas toujours très bien le fonctionnement des agences de notation, leur réglementation, la gamme de services, et leur utilisation effective, qu'il est intéressant de repréciser. Ce qu'on ne situe pas très bien non plus, c'est la différence entre la notation de crédit et la notation ESG, apparue plus récemment mais s'insinuant rapidement dans la vie économique sous la pression des exigences relatives à l'information extra-financière : on saisit bien qu'elles ont des finalités différentes et des méthodologies spécifiques, mais la frontière n'apparaît pas toujours clairement puisque les notes de solidité financière intègrent maintenant des critères ESG, et l'on voit se développer des acteurs spécialisés actifs à la fois dans la notation financière et extra-financière.

Le but de cette réunion est d'y voir plus clair sur le fonctionnement des agences de notation financière et extra-financière, les attentes à avoir vis-à-vis de la notation extra-financière, les évolutions réglementaires pouvant toucher la notation extra-financière, la relation entre la notation extra-financière et d'autres outils d'évaluation comme les labels, et plus largement les enjeux de la notation extra-financière.

### Norbert Gaillard – Economiste et consultant

Le rôle des agences de notation dans l'évaluation de la capacité de remboursement des dettes émises est central et les agences bénéficient d'une quasi-immunité dans leur domaine d'activité.

Leur importance découle de l'essor considérable du volume des émissions obligataires à l'échelle mondiale, passant de 331 milliards de dollars en 1983 à 28.200 milliards de dollars en 2023. Le marché des agences continue de présenter une situation oligopolistique : S&P, Moody's et Fitch dominent le marché avec, respectivement, 50,4% , 31,6% et 12,4% des notes attribuées dans le monde .

Les agences de notation sont protégées par le Premier Amendement de la Constitution américaine en tant qu'opinions, sauf sur des sujets non liés à l'intérêt général, telles que les notations de produits structurés. Cela a offert une certaine immunité face aux poursuites judiciaires lancées contre les agences, malgré quelques exceptions.

L'utilisation répandue des notations a été progressivement intégrée dans les règles prudentielles des fonds

d'investissement depuis les années 1920, dans les réglementations financières américaines dès 1931 et, plus tard, dans les années 1980, dans les réglementations européennes. Bien qu'une « désintoxication » vis-à-vis des notes ait commencé dans les années 2010, une certaine dépendance des marchés financiers par rapport aux notations persiste.

La supervision des agences aux États-Unis a connu des évolutions législatives visant à accroître la transparence et la concurrence, notamment avec le Credit Reform Agency Reform Act de 2006 et la loi Dodd-Frank de 2010, établissant de nouvelles règles pour prévenir les conflits d'intérêts.

De même, l'Union européenne a mis en place des règlements imposant l'enregistrement des agences et instaurant un régime de responsabilité civile. En effet, les agences de notation ont été pointées du doigt dans les crises financières, car elles dégraderaient souvent les émetteurs avec retard par rapport aux indicateurs du marché, aggravant ainsi les crises au lieu de les anticiper. Par ailleurs ont été soulignés le risque de sur-notation, les possibles conflits d'intérêts et la dépendance excessive des produits d'investissement et des investisseurs à l'égard des notations.

L'importance croissante des critères ESG dans la notation financière, ainsi que l'évolution des notes des agences durant la crise de la pandémie en 2020 ont montré la capacité des agences à réagir de manière pertinente et à différencier les risques dans des contextes économiques complexes. Les actions gouvernementales et des banques centrales, marquées par des politiques budgétaires et monétaires proactives, ont joué un rôle crucial en absorbant fortement ce choc, ce qui s'est traduit par une plus forte stabilité des notes durant la pandémie que durant la crise financière et des souverains d'il y a 15 ans. Toutefois, le risque d'une confiance excessive dans les soutiens publics pose un défi majeur pour les agences lorsqu'elles notent en particulier les banques et les entités publiques, à l'ère de l'aléa moral.

## Iliana Lani - Head of Conduct Supervision and Convergence Department, ESMA

Le rôle de l'ESMA en tant que superviseur des agences de notation de crédit (« CRA ») de l'UE est crucial pour assurer le processus d'enregistrement des agences, la conformité réglementaire, la transparence et la qualité des informations financières divulguées.

Avec plus de dix ans d'expérience dans l'application de la réglementation sur les agences de notation de crédit, l'ESMA supervise actuellement 23 agences de notation dans 13 États membres de l'UE. Pour mener à bien sa mission de supervision, l'ESMA dispose d'une boîte à outils comprenant des outils durs (demandes d'informations, enquêtes, investigations sur place, amendes et sanctions...) et des outils souples (lettres adressées aux dirigeants, directives, questions-réponses, interactions bilatérales avec les acteurs, tables rondes techniques...).

Les activités de surveillance de l'ESMA commencent par l'enregistrement et la certification des agences de notation, essentiels pour garantir le respect des exigences réglementaires. Toute agence de notation exerçant ses activités dans l'UE sans enregistrement viole la réglementation en vigueur et est sujette à des mesures correctrices et à des amendes. L'ESMA surveille et analyse également la robustesse des données utilisées et produites par les agences de notation, les informations périodiques soumises, les plaintes reçues, et examine les changements intervenus depuis l'enregistrement de chaque agence de notation. L'approche prudentielle de l'ESMA, qui est fondée sur le risque (au niveau du secteur et de l'entité), les résultats et les données, motive des interventions

proportionnées, proactives et efficaces. Les lignes directrices de l'ESMA en matière de publication des notes de crédit visent à améliorer la qualité et la cohérence de l'information divulguée, notamment en matière d'ESG, lorsque les facteurs ESG sont cruciaux pour un changement de notation de crédit. Des informations spécifiques doivent alors être fournies, sur ces facteurs ESG, par les agences pour une plus grande transparence des actions sur les notes.

Concernant les notations ESG elles-mêmes, l'ESMA reconnaît la nécessité de surveiller ce segment de marché distinct des notations de crédit traditionnelles. Elle identifie des problèmes similaires à ceux des notations financières, tels que le degré de transparence, le contrôle de la qualité et la protection contre les conflits d'intérêts, avec l'objectif de tirer les leçons tirées du passé s'agissant de la notation de crédit pour réguler les notations ESG, tout en reconnaissant leur impact systémique différencié. Elle appelle à maintenir l'alignement sur les bonnes pratiques internationales, tout en préservant la proportionnalité. L'objectif est de garantir l'enregistrement et la surveillance des fournisseurs de notations ESG, la transparence des méthodologies et la fiabilité des notations pour les investisseurs, tout en favorisant la diversité des opinions et en assurant la comparabilité des méthodes et des résultats. Cela n'est pas incompatible avec les principes de concurrence sur ce segment de marché en pleine expansion et d'encouragement à l'innovation pour soutenir l'entrée sur le marché de nouvelles agences.

## Yann Le Pallec - Global Head of Credit Ratings, Methodologies and Research, S&P

Fort de dix ans de recul sur la réglementation des agences de notation, Y. Le Pallec souligne que la réglementation a eu un impact structurant sur l'organisation des agences, les obligeant à adopter un système de trois lignes de défense : la production des notes de crédit, la séparation stricte entre la fonction commerciale et la fonction analytique, et la mise en place d'un organe de contrôle interne et de conformité. Il mentionne aussi l'intégration croissante de la technologie dans le processus prudentiel.

La réglementation européenne s'avère être l'une des plus strictes dans le domaine financier. L'ESMA exerce une attention constante sur les méthodologies utilisées par les agences, considérant celles-ci comme le cœur de leur modèle opérationnel. Les agences doivent développer, valider et publier leurs méthodologies, les soumettant à un processus de commentaires des participants de marché avant leur application. La réglementation exige aussi que les analystes respectent des règles strictes, telles que l'interdiction de détenir des titres et la nécessité de contrôler régulièrement le niveau de connaissances et de compétences requises.

Concernant les risques ESG, la réglementation exige que toute méthodologie prenne en compte les risques pouvant avoir un impact financier, en tenant compte à la fois de la matérialité financière actuelle et potentielle de ces derniers. Les investisseurs sont de plus en plus intéressés par la manière dont ces risques sont intégrés dans la notation de crédit. Les agences doivent naviguer entre la matérialité financière immédiate et les impacts à long terme, surtout pour les émetteurs de la catégorie d'investissement ( $\geq$  BBB-).

Les investisseurs sont demandeurs d'une transparence accrue sur ces risques pour prendre des décisions éclairées alors que le monde financier est confronté à de nouveaux risques « émergents », tels que le cyber-risque, la finance décentralisée et la géopolitique dans l'analyse. Par ailleurs le marché exprime un besoin accru de recherche fondée sur des scénarios en termes d'occurrence et de sévérité des risques. Enfin, les activités annexes des agences, notamment dans le domaine de la finance durable et des obligations vertes, évoluent rapidement. Les agences doivent fournir des évaluations indépendantes et des opinions (Second Party Opinion) sur

l'alignement des instruments financiers avec les normes de marché dans ce domaine en plein essor.

## Carol Sirou – CEO, Ethifinance

C. Sirou, qui préside Ethifinance, une agence spécialisée dans la notation ESG et de crédit, explique les spécificités de la notation ESG : celle-ci est une évaluation de la conformité des émetteurs aux Objectifs de Développement Durable et à d'autres normes, de la maturité des émetteurs quant à la prise en compte des enjeux de l'ESG, y compris les plans de transition écologique, offrant aux investisseurs des informations-clés pour les aider à évaluer les risques extra-financiers. Cette notation examine la manière dont les émetteurs abordent les défis dans ces domaines, la transparence de leurs pratiques et leurs performances dans ces secteurs. Les données utilisées par les agences ESG proviennent de diverses sources : rapports publics des entreprises, données réglementaires, données des organismes gouvernementaux et d'organisations tierces. L'accent est mis sur la qualité, la fiabilité et la robustesse de ces données, avec des exigences minimales pour assurer leur crédibilité et leur historicité. La notation ESG couvre un large éventail d'émetteurs et d'émissions, intégrant tout ou partie des piliers ESG. Elle prend également en compte les controverses, soulignant ainsi l'importance d'une évaluation holistique des pratiques des entreprises dans ces domaines.

La matérialité des facteurs ESG est définie pour déterminer leur impact sur la performance globale d'une entreprise. Plusieurs méthodologies sont utilisées, avec des échelles de notation spécifiques propres à chaque agence ESG, ce qui peut entraîner des différences entre les notations émises. L'alignement sur la taxonomie verte et la comparabilité des notes entre secteurs et agences sont également des points d'attention. La fréquence de révision des notes ESG peut varier selon les agences et les secteurs. Cependant, une révision périodique minimum est effectuée pour tenir compte des évolutions des risques (sectoriels et individuels) et de la réglementation.

La tendance se dirige davantage vers l'émission de scores ESG plutôt que de notations, avec des critères souvent binaires/quantitatifs, l'utilisation d'informations publiques de l'année précédente (N-1) et la prise en compte des controverses pour établir ces scores. C. Sirou insiste sur la nécessité d'un dialogue permanent avec les entreprises notées pour vérifier la cohérence des données, ce qui est en retour apprécié par ses clients.

L'avenir de la notation ESG se profile avec l'émergence de la CSRD comme source de données standardisées. L'approche européenne met l'accent sur la double matérialité, prenant en compte les risques financiers et ESG à long terme, impactant le coût du capital et la capacité des entreprises à se refinancer. Elle considère également les impacts de l'émetteur sur l'environnement. C. Sirou salue le renforcement proposé du concept de double matérialité (qui est la valeur fondamentale de cette agence) ainsi que la protection accrue des petits acteurs du marché afin d'éviter le développement d'un marché oligopolistique.

## Bernard Descreux - Directeur financements et trésorerie, EDF

B. Descreux, en tant qu'émetteur régulier et multiple (d'obligations classiques et d'obligations vertes), souligne que la notation réduit l'asymétrie d'information pour les investisseurs et contribue à une allocation plus efficace des capitaux. La notation financière, selon une démarche comparable à celle d'audit financier, offre une vision synthétique de la solidité financière d'un émetteur à court et moyen-long terme. Elle facilite également la communication indirecte avec les investisseurs.

L'historique de la note d'EDF, (BBB/Baa1) depuis 2015, reflète les différentes phases marquantes de son activité, notamment son exposition croissante aux activités non régulées, la baisse des prix de marché, des décisions d'investissement importantes, ainsi que des événements externes comme la crise sanitaire et les changements dans le secteur nucléaire.

Le marché des notations ESG est en croissance, mais il n'est ni réglementé ni normalisé. Il partage des similitudes avec la notation financière, mais présente des différences fondamentales, notamment en termes de méthodologie et d'approche non fondée sur des rapports financiers obligatoires. Des incohérences de résultats et d'approches entre les agences sont observées, avec des scores différents pour une même entreprise, alors qu'une corrélation relativement élevée existe entre les notations de crédit. Les notations ESG, en revanche, présentent une corrélation moins forte entre les différentes agences.

Le pack réglementaire de la Commission européenne pour encadrer les notations ESG, vise une plus grande transparence, une supervision accrue et la séparation des activités de conseil et de notation crédit. Ces mesures offrent des opportunités pour une standardisation des méthodes, et elles requièrent une meilleure collecte de données et une séparation plus nette entre les activités financières et extra financières des entreprises afin d'éviter les conflits d'intérêts. L'activisme de l'entreprise notée offre également des solutions, en ce qu'il permet de prioriser les notations ESG selon l'intérêt des investisseurs, en menant des sondages réguliers et en identifiant les agences pertinentes. Les implications de ces solutions sont : davantage d'analyse, une meilleure corrélation des notations entre agences extra-financières et, potentiellement, une consolidation du secteur.

## Michèle Pappalardo – Présidente du Comité du label ISR

Les questions de la complexité des notations ESG (concept très différent de celui d'un label), de la confiance dans les labels notamment le label ISR, ainsi que des critères et de la transparence dans le processus de notation pour ces labels se posent à l'heure des changements des caractéristiques du label ISR. Le label reconnaît l'importance des notations ESG dans la sélection des entreprises pour les fonds labellisés et s'intéresse à la fiabilité et à la comparabilité de ces notations. Il est question de la qualité des référentiels utilisés pour évaluer les entreprises face à la divergence des résultats obtenus par les différentes agences ESG, ce qui peut compliquer la confiance dans les labels. D'où un besoin de transparence dans les méthodes de notation et dans la compréhension de ces méthodes pour établir un lien de confiance solide dans les labels ISR.

Cela suppose d'harmoniser et de rendre plus transparents les critères ESG pour s'assurer que les fonds labellisés respectent des normes de responsabilité ESG raisonnables, tout en équilibrant les trois aspects E, S et G pour éviter des pondérations disproportionnées dans la notation finale et présentant d'une manière claire leur matérialité.

Enfin, l'évolution réglementaire en matière de reporting ESG, exprimant sa confiance dans l'évolution future des normes qui contribueront à des notations plus fiables et comparables, tout en soulignant l'importance pour les labels ISR de suivre ces réglementations pour maintenir leur crédibilité.

## Jean-François Véron - Head of Credit and ESG Rating Advisory, Société Générale

L'analyse du marché de la notation révèle l'existence d'acteurs anciens et plus récents, notamment des agences de taille réduite se concentrant sur les aspects extra-financiers, et des rachats et acquisitions d'agences, comme l'acquisition de Vigeo par Moody's. Les notations sont essentielles pour évaluer le risque, avec une distinction entre notations réglementaires et privées. La notation financière utilise des données normées et validées, tandis que la notation ESG est subjective et dépend de la vision et des indicateurs choisis par l'agence.

La capacité des agences à éclairer le marché est appréciée, notamment grâce à la collecte d'informations ESG et la convergence réglementaire qui devraient ajouter de la valeur. En revanche, des défis se présentent tels que le manque de robustesse dans l'analyse en matière d'anticipation du risque climatique.

Les points d'amélioration s'apprécient quant aux fondements scientifiques et techniques de l'analyse qui nécessitent davantage de rigueur, au manque de cohérence dans les pratiques régionales affectant la comparabilité internationale des notes, au manque d'analyse complète de la chaîne de valeur (notamment en ce qui concerne la circularité des ressources), au processus d'interaction parfois limité avec les entreprises (ce qui conduit à des corrections importantes par les analystes), au coût des analystes et à la problématique de la rentabilité des agences.

J.F. Véron souligne également la concentration excessive sur les aspects climat par rapport à d'autres aspects ESG cruciaux tels que les ressources et le besoin d'une meilleure prise en compte des enjeux de souveraineté dans les notations. Sa suggestion serait de rebaptiser l'ESG en "ESG-DT" : « Digital, Technique, Environnement, Social, Gouvernance et Géopolitique » afin de déboucher sur une vision plus holistique et complète des notations.

## Table-ronde « notation ESG, quels apports et quels enjeux pour la banque, l'assurance et la gestion d'actifs ? »

Le thème de cette table ronde est centré sur la notation ESG, avec deux objectifs : déterminer le champ d'utilité, les apports et la comparabilité des notations ESG et donner des éclairages sur les axes d'amélioration – ou, à tout le moins, d'évolution possible - pour la notation ESG.

## Lucie Pinson - Directrice et Fondatrice, Reclaim Finance

L'ONG met en avant l'importance de revenir sur la raison d'être des établissements, sur les votes et sur les questions de comparabilité dans l'analyse financière. Elle souligne que les investisseurs sont incités à intégrer ces principes dans leurs pratiques et décisions, notamment en référence aux PRI établis en 2006 et signés par de nombreux acteurs financiers. La dimension actuelle en Europe, en lien avec la montée en puissance des entreprises à mission, met en lumière une perspective différente des entreprises, suggérant qu'elles ne sont pas seulement là pour réaliser des profits mais aussi pour répondre à des objectifs sociaux et environnementaux, une vision reflétée dans l'Accord de Paris.

Reclaim Finance rappelle aussi que son champ d'action est principalement axé sur la dimension environnementale

et climatique. L'Accord de Paris incite les acteurs financiers à se mobiliser pour le climat, non seulement du fait des risques financiers liés aux réglementations climatiques, mais surtout parce que l'atteinte des objectifs climatiques est difficile sans leur participation. Elle mentionne que deux approches complémentaires ou antagoniques sont en jeu dans ce contexte : la "simple matérialité" et la "double matérialité", faisant référence à la manière dont les entreprises évaluent les risques et les opportunités ESG.

La double matérialité est considérée comme cruciale pour guider les décisions d'investissement et pour contribuer à atteindre les objectifs environnementaux. Le débat sur la notation ESG est abordé à travers la nécessité de passer d'une approche de matérialité simple à une approche de double matérialité. Par ailleurs, la transparence est essentielle pour la comparabilité des notes, mais il est également crucial de garantir le respect de critères minimums pour chaque champ E, S et G.

Une critique est émise envers les agences de notation ESG, soulignant qu'elles pourraient être juges et parties dans l'évaluation des entreprises, et qu'elles pourraient manquer l'approche de la double matérialité. Des exemples sont cités pour illustrer cette critique, notamment l'évaluation d'entreprises comme Total Energies qui, malgré des actions controversées liées au développement de nouveaux champs gaziers, obtient des notes ESG assez positives. Enfin, l'accent est mis sur l'importance de disposer d'informations précises sur l'exposition des entreprises aux risques liés au charbon, car ces informations ne sont pas toujours disponibles ou standardisées et sur le besoin d'investir dans la collecte de données de qualité pour mieux évaluer ces risques.

Le rôle des agences de notation dans la collecte et la présentation des données est clé, ainsi que la nécessité d'une réglementation plus stricte pour garantir des critères d'évaluation et de mesure minimums, une plus forte cohérence et une plus grande transparence dans l'évaluation des entreprises selon des critères ESG.

## Alain Laurin - Associate MD, Financial Institutions Group, Moody's Investor Services

A. Laurin souligne que la manière d'utiliser les concepts dans le monde de la notation a évolué. L'opinion sur le crédit (en matière financière et ESG) se présente comme un engagement significatif, et la notion de méthodologie est ici cruciale. Il rappelle, en outre, qu'il est essentiel de ne pas changer d'approche en fonction du client pour ne pas compromettre l'intégrité des évaluations.

Sur l'ESG, l'accent est mis sur la nécessité de prendre en compte de multiples facteurs dans ces évaluations, notamment en matière d'impact social et environnemental. L'analyse financière doit désormais intégrer les acteurs et les critères ESG, ce qui exige un cycle de formation continue important de la part des analystes.

Les concepts comptables et financiers traditionnels, ainsi que les « dictionnaires » d'analyse financière, doivent être repensés pour intégrer les acteurs et les critères ESG. Cela nécessite un niveau d'engagement considérable de la part des professionnels. A. Laurin présente un exemple concret à travers son approche de notation impliquant un processus de mapping pour évaluer l'exposition potentielle d'une entreprise aux risques climatiques et sociaux. Un score synthétique des critères ESG est ensuite établi pour évaluer l'impact financier.

A. Laurin met en avant l'importance du dialogue entre les agences de notation et les investisseurs pour assigner des scores ESG. Toutefois, il existe souvent des tensions entre agences de notation et investisseurs, ces derniers souhaitant une évaluation plus précise des risques financiers liés aux critères ESG.

Enfin, la méthodologie d'évaluation ESG évolue progressivement, visant à mieux valoriser ces critères chez les émetteurs, pour réduire les risques et prendre en compte des critères toujours plus spécifiques en matière d'ESG (gouvernance, gestion des déchets, scope 1,2,3, etc.).

## Julien Rivals - Co-Managing Partner, Sustainability Services, Deloitte

Les agences financières et les agences ESG présentent des similitudes dans leur fonctionnement. Les agences ESG évaluent la durabilité des entreprises en se basant sur des référentiels externes spécifiques, tel que les ESRS. Cependant, J. Rivals relève un manque de clarté et de compréhension, notamment en ce qui concerne le rôle des commissaires aux comptes dans les notations ESG, ce qui peut conduire à une paralysie dans l'évaluation des performances ESG.

La réglementation joue un rôle crucial pour établir des règles de gouvernance et d'indépendance, favorisant la confiance et la transparence dans les informations financières. Cependant, il existe un manque de définition claire de ce qu'est une entreprise durable. Les agences de notation ESG ont leurs propres perspectives et visions de ce qu'est une entreprise durable qui peuvent être influencées par leurs orientations idéologiques. Il est souhaitable que les critères de notation soient homogènes et partagés pour assurer la cohérence des données fournies par les entreprises. Le dialogue entre les entreprises et les agences est souvent faible, ce qui limite la compréhension des méthodologies de notation. Les entreprises manquent parfois d'informations sur la méthodologie de notation et ont peu de possibilités de contradiction ou de remise en question des évaluations faites par les agences.

Les agences de notation ESG exercent une influence significative sur les investisseurs, et il est nécessaire d'améliorer la transparence et le dialogue pour une évaluation plus juste des performances ESG des entreprises. Les entreprises peuvent tirer avantage des retours des agences pour progresser dans leurs initiatives de développement durable. Il est crucial d'apporter de la clarté quant à la responsabilité de chaque maillon de la chaîne de notation ESG.

L'intégration des critères ESG dans le travail « mainstream » des auditeurs nécessitera, pour ces derniers et les associés, une formation approfondie, ce qui devrait avoir un impact positif sur la profession dans son ensemble. Enfin, la digitalisation et l'évolution des modèles économiques des agences de notation ESG pourraient conduire à une analyse plus approfondie et critique des performances durables des entreprises, mais cela soulève des questions sur le coût et l'accès à ces informations.

## Questions :

1. Concernant EDF : la sortie d'EDF de la cotation a-t-elle changé quelque chose quant à sa notation ESG ?

La complexité de la notation de crédit et la diversité des méthodologies existantes met en relief la nécessité d'une évolution vers une clarification des critères et une convergence vers des notations plus cohérentes pour éviter la dispersion actuelle. La notation ESG suivra une progression similaire à celle de la notation de crédit, mais de manière non linéaire. La transparence, via la mise en place de disclosures, est considérée comme un progrès, mais le risque existe d'une polarisation croissante parmi les investisseurs. Certains investisseurs, comme ceux dans le marché de la gestion d'actifs en France, privilégient principalement les données, tandis que d'autres acteurs du marché visent à répondre davantage aux exigences réglementaires. De plus, les besoins des



investisseurs varient en fonction de leur niveau de sophistication, ce qui nécessite, de la part des émetteurs et des agences, une ouverture d'esprit pour répondre à ces divers besoins.

2. Concernant l'intégration du risque de transition par S&P, le risque physique de catastrophe naturelle, de faible fréquence mais qui augmente le risque crédit, est-il pris en compte ?

S&P tient compte, en effet, de ce type de risque et de sa fréquence, mais cela reste très spécifique. Par exemple, certaines municipalités côtières en Floride n'ont plus les couvertures d'assurance, ce qui se répercute négativement sur leur notation.

3. Concernant l'amélioration de la corrélation des sous-jacents dans le cadre de la notation ESG (par Ethifinance) ?

L'introduction du risque physique dans la notation revêt une acuité particulière pour la notation des financements de projets. Actuellement, les différentes notations ESG ne mesurent pas exactement les mêmes critères, ce qui est considéré comme normal mais potentiellement préoccupant en raison d'une recherche par les investisseurs d'une plus forte corrélation entre ces notations (ce que l'agence ne considère pas, pour autant, comme un objectif rationnel). Avec une meilleure compréhension des différentes méthodologies, il est possible qu'à l'avenir, il y ait moins de débats et une notation plus uniforme pour des méthodologies comparables, ce qui devrait conduire à éviter les comparaisons inappropriées.

4. Concernant le label ISR : des méthodes non standard en mathématiques, utilisées dans les modèles d'aide à la décision fondées sur des agrégations non additives font-elles partie des bases méthodologiques du label ISR ?

Non. Le référentiel ISR repose sur la réalité - déjà complexe - que les notes ne sont pas des synthèses, mais qu'elles traduisent l'individualisation des trois pôles E, S et G des sous-jacents et qu'ensuite, on y attribue des pondérations. Pour certains fonds, le sujet est de savoir avec quelle méthode les notes ont été constituées et comment les facteurs ont été pondérés et agrégés ; des réflexions en la matière pourraient apporter des progrès sur la transparence du label ISR, lequel fait l'objet de révisions régulières (tous les deux ou trois ans).