



GROUPE



NOTATION
EXTRA-FINANCIÈRE
ET EMPREINTE
CARBONE:
ACTEURS
ET OFFRES

Septembre 2016

Introduction

Le marché de la notation extra-financière s'est fortement développé au cours des deux dernières décennies. La première version de ce panorama, réalisée en 2011, montrait que le marché avait déjà traversé une première phase de consolidation (2008-2010). De nombreux acteurs se sont lancés sur ce marché, d'autres ont disparu, le plus souvent rachetés par un concurrent. L'année 2015 a été marquée par une nouvelle phase de concentration du marché de la notation extra-financière qui redessine le paysage, avec le rachat de l'agence suédoise Ethix par l'Américain ISS et la fusion de deux gros acteurs : Vigeo et Eiris (désormais « Vigeo - Eiris ») et une évolution vers des services liés aux empreintes carbone de portefeuilles.

Ce nouveau mouvement de concentration s'accompagne d'une intégration croissante des services extra-financiers par des fournisseurs traditionnels de données financières, à l'image des partenariats noués par Sustainalytics avec Bloomberg (2014) et Morningstar (2016), qui redéfinissent le modèle classique de la notation extra-financière.

Si le marché de la notation extra-financière est plus concentré autour des principales, il se diversifie en termes de produits et services proposés pour répondre aux besoins de nombreux investisseurs. En complément de la notation extra-financière, les agences offrent des services d'alertes en cas de controverses graves, ainsi que de l'accompagnement sur de l'engagement auprès des sociétés détenues en portefeuille. Les agences de notation proposent aussi de l'accompagnement sur les émissions d'obligations vertes (*green bonds*). Elles proposent le plus souvent des « Second opinions » qui consistent à présenter aux investisseurs un avis sur le caractère environnemental des projets à financer, en amont des émissions obligataires vertes.

Elles proposent enfin des services « sur-mesure », et déploient une nouvelle offre liée à la mesure d'empreinte carbone.

L'analyse extra-financière

Le métier d'analyste extra-financière s'est surtout développé depuis la fin des années 90. Il consiste à évaluer les politiques Environnementales, Sociales et de Gouvernance (ESG) des entreprises, des États ou d'autres types d'émetteurs de titres obligataires (collectivités, organismes supranationaux, organisations parapubliques...) et à établir, à partir de cette analyse, une notation permettant de comparer les pratiques ESG des différents émetteurs de titres cotés ou non cotés. Cette notation, généralement fournie par des agences spécialisées, est notamment utilisée par les sociétés de gestion pour constituer des fonds ISR. Le modèle économique des agences de notation est historiquement un modèle fragile, d'où des évolutions constantes pour tenter de trouver un équilibre économique leur permettant de survivre et de se développer.

Les agences généralistes « pure players » sur le marché

Les principales agences de notation extra-financière généralistes à portée internationale opérant en France sont la résultante de fusions, acquisitions ou rapprochements entre acteurs historiques créés dans les années 90. Ces mouvements de consolidation s'expliquent en partie par le modèle économique rendu plus complexe par la recherche d'indépendance vis-à-vis des acteurs analysés et par la fragilité financière des agences pionnières.

- **Vigeo Eiris (France)**

Vigeo, qui a absorbé la première agence française ARESE en 2002, s'est implantée en 2005 en Belgique grâce au rachat de Stock at Stake, le bureau d'étude d'Ethibel (aujourd'hui Vigeo Belgium) et au Maroc où se trouve une partie de l'équipe d'analystes, puis en Italie en 2007 par le rachat d'Avanzi SRI Research (aujourd'hui Vigeo Italia). En octobre 2015, Vigeo fusionne avec un acteur britannique de la notation extra-financière, Eiris, qui avait de nombreux clients internationaux ce qui a abouti à la création d'une nouvelle entité, Vigeo - Eiris.

- **MSCI ESG Research (Etats-Unis)**

MSCI ESG Research est née en 2010 de l'absorption de RiskMetrics par MSCI (Morgan Stanley Capital Investment), spécialiste de la production d'indices financiers. RiskMetrics avait elle-même racheté l'agence américaine de conseil en vote ISS en 2007, ainsi que deux agences de notation extra-financière américaines en 2009, Innovest et KLD. En avril 2014, MSCI ESG Research a vendu ISS, puis a acquis, en juin 2014, l'agence américaine GMI Ratings, issue de la fusion en 2010 de trois sociétés spécialisées dans l'analyse de la gouvernance et de la comptabilité des sociétés : GMI (Governance Metrics International), The Corporate Library et Audit Integrity.

Depuis 2012, les données ESG de MSCI (profils entreprises, rapports sectoriels, etc.) sont disponibles sur la base de données financières de Factset.

- **oekom research (Allemagne)**

oekom research a été créé en 1993 en Allemagne au sein de la maison d'édition spécialisée sur l'environnement Ökom (fondée en 1989). L'agence a plus particulièrement développé la notation environnementale, l'analyse de sociétés non cotées et des Etats. Aujourd'hui, oekom fournit des informations sur la performance ESG des entreprises, des secteurs d'activité, des collectivités et des États. En 2012, oekom a noué un partenariat avec GES (Global Engagement Services) permettant à ses clients d'avoir accès aux services d'engagement auprès des entreprises. Ce partenariat a été renforcé fin 2015 pour couvrir également l'analyse des entreprises : GES assiste oekom dans la notation des entreprises et utilise ces données afin de définir le dialogue engagé au sein de son forum dédié à l'engagement.

oekom coopère régulièrement avec l'agence DPG (Deutschen Performancemessungs-Gesellschaft für Wertpapierportfolios) dans l'analyse de la performance ESG des portefeuilles institutionnels et a noué un partenariat commercial avec l'anglais SI Partner (Sustainable Investment Partner) afin de renforcer sa présence à l'international.

Développement de nouveaux modèles

1- Sustainalytics : diffusion généralisée de données

Sustainalytics est née en 2008 d'un regroupement d'anciens membres de SIRI Company : Dutch Sustainability Research (Pays-Bas), Scoris (Allemagne) et Analistas Internacionales en Sostenibilidad (Espagne). En 2009, Sustainalytics a fusionné avec Jantzi Research Inc. (Canada), et a racheté Responsible Research (Singapour) en mai 2012.

Toutefois, depuis 2014, Sustainalytics développe un nouveau modèle économique à travers la création de partenariats avec des fournisseurs de données financières comme Bloomberg ou Morningstar, qui facilitent l'accès généralisé aux données ESG. Ainsi, grâce au partenariat noué avec Bloomberg, plus de 320 000 clients ont désormais accès aux analyses ESG conduites par Sustainalytics. Les évaluations ESG sont également utilisées par Morningstar depuis 2016 pour noter la performance ESG de plus de 20 000 fonds.

2- Des agences spécialisées

- Gouvernance, vote et engagement :

De nombreuses sociétés de conseil se sont spécialisées dans le domaine de la gouvernance et du vote d'actionnaires, notamment : Deminor (Belgique), Ethos Services (Suisse), Manifest Information Services (Royaume-Uni) et Proxinvest (France) pour l'Europe ; ISS et Glass Lewis pour les États-Unis. Ils analysent des résolutions, déploient des politiques votes en assemblée générale et jouent un rôle clef dans l'engagement actionnarial.

- Analyse des PME :

EthiFinance, l'agence basée à Paris et créée en 2004, s'est spécialisée dans la notation extra-financière des PME, cotées et non cotées et a développé le Gaïa Index, indice ESG dédié aux PME françaises cotées. Elle diversifie ses activités et vient de lancer en partenariat avec une société de gestion un fonds dédiée aux PME françaises.

3- Listes d'exclusions et systèmes d'alertes

Toutes les agences de notation extra-financière offrent depuis le début des années 2010, des systèmes d'alertes sur les controverses ESG qui permettent aux investisseurs de réagir à des sujets très médiatisés. Elles peuvent aussi fournir des listes d'exclusions normatives (c'est à dire d'entreprises qui violent des conventions internationales comme la Déclaration des Droits Humains). Certaines agences sont spécialisées sur ces alertes, comme RepRisk, créée en 1998 et basée à Zurich. Elle a développé une base de données ESG qui contient plus de 45 000 profils de risques d'entreprises (cotées et non cotées) et qui couvre par ailleurs plus de 10 000 projets d'infrastructures, s'appuyant sur toute source publique (médias, blogs, parties prenantes externes, ONG, think tanks etc.).

Ethix SRI Advisors, désormais **ISS-Ethix** depuis son rachat par Institutional Shareholder Services (ISS) en octobre 2015, propose également des évaluations basées sur le respect de principaux standards internationaux et sur les activités qui peuvent faire l'objet d'exclusion. Plus récemment, Ethix s'est également positionnée sur l'accompagnement des démarches d'engagement des investisseurs, notamment auprès des entreprises controversées.

Intégration de l'analyse ESG à la gestion financière

1- Les brokers

Les **brokers** (courtiers), fournisseurs historiques d'analyses financières sur les entreprises, proposent également une analyse extra-financière développée par des équipes spécialisées. Ainsi, en France, Kepler Cheuvreux, Natixis, Oddo Securities et SGCIB (Société Générale Corporate and Investment Banking) proposent depuis plusieurs années de quantifier l'impact financier de risques ESG, secteur par secteur.

2- Les fournisseurs de données financières

En 2009, **Bloomberg** a lancé sa première offre de données extra-financières collectées dans les rapports annuels, les rapports RSE ou les sites internet des entreprises ou d'autres sources publiques comme le Carbon Disclosure Project. La base de données de Bloomberg offre ainsi à ses utilisateurs un accès aux données financières, ESG et carbone des entreprises.

Depuis, Bloomberg bénéficie d'un partenariat avec Sustainalytics qui nourrit sa base de données en informations ESG (notes ESG, analyses d'entreprises et rapports sectoriels sur les enjeux ESG).

De son côté, Thomson Reuter a acquis en 2009 l'agence suisse Asset4, lui permettant également d'intégrer des données ESG à ses bases de données financières.

3- La notation ESG de fonds

En mars 2016, Morningstar a annoncé le lancement d'un nouveau système de notation des fonds à partir des scores ESG de l'agence Sustainalytics. Le « *Morningstar Sustainability Rating* », accessible publiquement, calcule un score ESG pour plus de 20 000 fonds dès lors que plus de 50% de ses actifs sont couverts par Sustainalytics.

Quelques jours plus tard, MSCI se lançait à son tour dans la notation ESG de fonds avec le « *MSCI ESG Fund Metrics* » couvrant 21 000 fonds, suivi par BNP Paribas Securities Services qui, en juin 2016, a annoncé lancer le même pour ses clients en s'appuyant sur les données de Thomson Reuters (qui a absorbé le fournisseur de données ESG brutes Asset4).

4- Les agences de notation crédit (Moody's et S&P)

Les agences de notation crédit commencent elles-aussi à essayer de quantifier l'impact financier des risques ESG et plus spécifiquement, des risques climatiques.

En septembre 2015, l'agence de notation financière Moody's Investors Service a annoncé qu'elle intégrait désormais les risques ESG dans son système de notation crédit. De plus, elle a développé un modèle dédié aux green bonds qui évalue la cohérence des projets verts avec la stratégie et le bilan des émetteurs d'obligations vertes.

Standards & Poor's a également fait évoluer son modèle d'analyse crédit en intégrant les critères ESG dans sa méthodologie. Il a par ailleurs racheté le fournisseur de données environnementales britanniques Trucost et propose aux investisseurs plus de 150 indices S&P Dow Jones qui sont construits en intégrant des paramètres ESG.

Empreinte carbone, un nouveau marché

Plus d'un millier d'investisseurs dans le monde ont adopté de stratégies climat qui les poussent à combiner plusieurs stratégies qui vont de l'investissement dans des solutions bas-carbone (des énergies renouvelables, efficacité carbone au désinvestissement des énergies fossiles, en passant par la décarbonation des portefeuilles). Avant cela, ils passent par la réalisation d'une empreinte carbone de leurs investissements qui leur permet de fixer un point de départ.

Ce mouvement de mobilisation pour le climat est porté par de nombreuses coalitions d'investisseurs comme le Montréal Carbon Pledge ou la Portfolio Decarbonization Coalition, initiative portée par l'UNEP Fi qui fixe des objectifs de volumes d'actifs à décarboner.

En France tout particulièrement, avec l'Article 173 de la loi sur la Transition énergétique et écologique adoptée en 2015, les grands investisseurs institutionnels sont incités à définir publiquement une politique d'intégration de critères ESG et des risques climatiques et à reporter sur ces enjeux.

L'empreinte carbone des portefeuilles est devenue un indicateur de référence, plébiscité par les investisseurs qui souhaitent intégrer les risques climatiques dans leur gestion d'actifs et s'engager dans la transition énergétique. Cela fait émerger de nouveaux besoins de services liés à la mesure et à la réduction de leur empreinte carbone et aux nouvelles exigences réglementaires de reporting ESG et climatique.

Ainsi, les offres proposées par les agences spécialisées dans l'analyse environnementale et les agences de notation extra-financière traditionnelles se sont multipliées. Elles vont jusqu'à conseiller les investisseurs dans leurs réflexions stratégiques climatiques et environnementales. L'acteur norvégien CICERO (Center for International Climate and Environmental Research) a, par exemple, lancé une nouvelle initiative sur l'évaluation des risques financiers liés au changement climatique, afin d'aider les investisseurs à mesurer les risques dits physiques que peuvent être l'extinction des espèces, l'élévation du niveau des mers, mais aussi développer des outils permettant aux investisseurs de mesurer leur exposition aux dépréciations à long terme de modèles économiques basés sur les énergies fossiles et l'impact de la transition vers une économie bas carbone. C'est aussi ce que fait en Allemagne, l'agence CO-Firm.

Empreinte carbone : quels acteurs ?

Le paysage des fournisseurs de services offrant d'évaluer les empreintes carbone des portefeuilles a beaucoup évolué ces derniers mois. Si les acteurs historiques comme Trucost et South Pole Group réalisent plus de 80% des empreintes publiées par les investisseurs, les agences de notation extra-financière (MSCI ESG Research, Sustainalytics, oekom research et Vigeo Eiris) mais également Bloomberg et certains fournisseurs d'indices proposent des services du même type. Ainsi, l'empreinte carbone des portefeuilles devient progressivement une donnée standard des services aux investisseurs, plus accessible quand on dispose des plus grandes bases de données financières classiques. Pourtant, les méthodologies ne sont pas encore stabilisées, tout comme les données d'émissions fournies par les entreprises, dont la fiabilité et le périmètre couvert peuvent varier fortement. A titre indicatif, seules 47% des 5000 entreprises cotées sur les 45 principales bourses mondiales fournissent des données d'émissions de CO₂.

Certains acteurs, comme Carbone 4, se démarquent en développant de nouvelles méthodologies qui intègrent, au travers d'un ratio unique, les projections d'émissions incluant les émissions indirectes et évitées, grâce à des processus de fabrication plus efficaces sur un plan énergétique, ou à l'usage des énergies renouvelables.

- **Trucost**

Fondée en 2000 au Royaume-Uni, Trucost est un fournisseur de données extra-financières international, spécialisé sur la performance carbone et environnementale des entreprises, des projets d'infrastructures et des Etats. Trucost quantifie les impacts des entreprises sur l'environnement (gaz à effet de serre, eau, déchets, polluants de l'air, polluants de l'eau et du sol, utilisation des ressources naturelles) en fonction de la part de chiffre d'affaire issue de leurs différentes activités. Parmi les principaux produits, on trouve une plateforme propriétaire (Eboard) permettant de réaliser des mesures d'empreinte, des mesures de la contribution à la Transition Energétique et Ecologique, d'exposition aux énergies fossiles ou d'extraire la recherche Trucost, les fiches et la recherche sur les émetteurs, les fiches et la recherche sur les Green Bonds, un service personnalisable « empreinte et décarbonation », des services d'engagement et de vote et un service de screening éthique ou de mesure de la part verte.

Le conseil d'administration de Trucost a accepté une proposition de rachat faite par S&P Dow Jones Indices début août 2016, et entre dans le giron de l'agence de notation financière.

- **South Pole Group**

South Pole Group a été créée à Zurich, en 2006. À l'origine tournée vers l'évaluation carbone, l'agence a développé une gamme de produits et services qui couvrent les risques environnementaux et climatiques, et plus seulement carbone. South Pole accompagne les investisseurs dans leurs stratégies environnementales et climatiques.

Sur la dimension carbone, l'outil d'évaluation développé par South Pole, en 2012, permet d'établir les profils d'émissions de gaz à effets de serre de plus de 40 000 entreprises cotées, sur les scopes 1, 2 et 3. Ainsi, South Pole Carbon réalise l'évaluation carbone de portefeuilles investis en actions et obligations d'entreprises, pour que l'investisseur dispose du total des émissions de CO₂ du portefeuille. Elle est répartit en fonction de l'allocation géographique et sectorielle, des plus grands contributeurs d'émissions, par montants investis. South Pole mesure également l'impact social et environnemental des green bonds et d'autres produits d'investissement durable.

Méthodologies de mesure d'empreinte carbone

Le tableau suivant présente les principales offres et méthodologies d'empreinte carbone proposées par les fournisseurs de service.

	Source des données	Périmètre des données (scopes 1, 2,3)	Vérification des données	Couverture en nombre d'émetteurs	Modèles d'estimation et indicateurs mesurés
Acteurs dédiés à l'évaluation environnementale					
Trucost (Royaume-Uni)	Données collectées par le CDP + Données estimées	Scopes 1, 2 et 3 (modélisé pour la plupart)	Vérification des données, échanges avec les entreprises, harmonisation des données	6 000 sociétés + 1 000 par modélisation : entreprises cotées, méthodologie obligatoire, infrastructures, immobilier	Le modèle analyse les interactions et les flux entre les secteurs pour examiner la chaîne de fournisseurs propre à chaque secteur
South Pole Group (Suisse)	Données fournies par YourSRI et le CDP et collecte de données publiques + Données estimées	Scopes 1, 2 et 3 pour la chaîne d'approvisionnement et l'usage des produits	Vérification des données, 75% des données vérifiées sont conservées. (exclusion des données dont la qualité n'est pas suffisante)	40 000 entreprises	South Pole utilise un modèle de régression pour les données estimées, combiné à une approche cycle de vie pour les données de scope 3. -Emissions carbone croisées avec le chiffre d'affaires, le nombre de salariés, les coûts des produits et la situation géographique
Carbone 4 (France)	Collecte des données publiques des entreprises et estimations	Scopes 1, 2 et 3 pour l'usage des produits et la chaîne d'approvisionnement	Vérification systématique des données et de la cohérence par un processus interne	Classes d'actifs : actions et obligations d'entreprises cotées, infrastructures et green bonds	Le modèle de mesure des émissions carbone est basé sur une approche « bottom-up » qui tient compte de la répartition du chiffre d'affaires pour chaque activité et des émissions de GES associées
Grizzly Responsible Investment (France)	Données publiques reportées, données fournies par Thomson Reuters et provenant du CDP + Données estimées	ND	Vérification systématique des données Back test des données estimées avec les données reportées	600 entreprises cotées et non cotées + infrastructures	Grizzly RI a développé cinq modèles d'estimation appliqués selon leur pertinence, lorsque la donnée n'est pas disponible. Il s'agit de modèles « bottom up », de modélisation sectorielle, et de modèles de régressions
ET Index (Royaume-Uni)		Scopes 1, 2 et 3 pour l'usage des produits et la chaîne d'approvisionnement		2 000 sociétés cotées (actions et obligations)	
Agences de notation extra-financière					
MSCI (Etats-Unis)	Données publiques collectées et données du CDP + Données estimées	Scopes 1, 2, et 3	Exclusion des données trop éloignées des intensités carbone moyennes pour chaque secteur	8 500 entreprises cotées (actions et obligations)	Le modèle développé par MSCI est basé sur des moyennes sectorielles et des analyses de cycles de vie
Sustainalytics (Pays-Bas)	Données publiques collectées et données du CDP + Données estimées	Scopes 1 et 2	Vérification des données, réduction des erreurs	14 000 entreprises	Sustainalytics utilise un modèle de régression Emissions carbonées croisées avec des données financières et sur l'emploi
Vigeo-Eiris (France)	Données publiques collectées et données du CDP + Données estimées	Scopes 1 et 2 + scope 3 dans certains cas.	Vérification des données, back test des données reportées et estimées, normalisation des ratios de chaque secteur et calcul des écarts type pour chaque ratio	2 300 entreprises (objectif : 4 000 en 2016) 3 000 émetteurs couverts sur les opportunités d'investissement liées à la TEE	Vigeo Eiris utilise un modèle de régression Emissions carbonées corrélées avec le nombre de salariés, le revenu, la capitalisation et les enjeux de la TEE
oekom research (Allemagne)	Partenariat avec South Pole Group				