

---

Transcription du débat  
« Agences de notation extra-financière et *proxy advisors* :  
comment optimiser son temps ? »  
22 juin 2021 – visioconférence Teams

---

Organisé par Alexandra Baubigeat Boucheron, Directrice de la Communication financière et des Relations investisseurs de VERALLIA, Auriane de Soultrait, VP, Head of Governance and Stakeholder Relations d'AIRBUS, et Chris Hollis, Directeur de la Communication Financière de LVMH, tous trois Administrateurs du Cliff

## Introduction

Auriane de Soultrait – L'ESG est devenu un sujet fondamental pour tous les IR dans le contexte de la finance durable. Les *stakeholders* sont de plus en plus nombreux et sollicitent de plus en plus les émetteurs pour des informations très variées, ce qui oblige ceux-ci à **définir les priorités pour allouer les ressources et moyens** afin de répondre à leurs questions.

L'objectif de cette réunion est d'aborder le sujet des agences de notation extra-financière et des *proxy advisors* dans l'optique d'aider les émetteurs à optimiser le temps consacré à leur répondre, avec

- Sonia Fasolo, Portfolio manager Impact & ESG chez ELEVA CAPITAL,
- Martine Léonard, Présidente de la commission Analyse extra-financière de la SFAF,
- Laurence Vandaele, Directrice de la RSE de NEXANS et Vice-Présidente du C3D.

## Panorama des acteurs autour de l'ESG

Laurence Vandaele – L'Afep, le Medef, le Cliff et le C3D avaient interrogé les émetteurs en 2018 sur leur **appréciation des agences de notation extra-financière** et ont rencontré ensuite individuellement chacune des agences afin de leur faire part des évaluations réalisées. Ceci avait donné lieu début 2019 à la publication d'un **manifeste comprenant un certain nombre de recommandations**, à l'attention des agences et de la Commission européenne.

En 2020 et 2021, la sensibilisation sur le sujet s'est poursuivie et une **nouvelle évaluation** a été lancée, suite au mouvement de concentration des agences, aux évolutions des pratiques et méthodologies, au poids croissant des agences ESG (nouveaux labels, indices...) et à la stratégie de croissance durable de la Commission européenne.

**49 réponses** ont été obtenues à cette nouvelle enquête, ce qui n'est pas énorme, mais permet de tirer quelques enseignements.

**Les notations sont très utilisées**, puisque les investisseurs les évoquent avec les  $\frac{3}{4}$  des émetteurs. Pour la plupart, les investisseurs les **mixent avec leurs propres critères** pour effectuer leurs analyses. Les **controverses** suscitent des questions de la part des investisseurs, qui ne les aiment pas plus que les émetteurs. Certaines **tailles de sociétés** ne sont pas toujours correctement évaluées. Quant aux agences citées, on retrouve MSCI, Sustainalytics, RobecoSAM, CDP, ainsi que VigeoEiris et ISS.

**Les investisseurs apprécient les réponses à leurs propres questionnaires** et ont un certain nombre de questions complémentaires, sur les engagements sociaux, mais aussi et surtout sur les objectifs Climat – on le voit



sur la TCFD, partie risques climatiques – ; ils aiment aussi que des **horizons de temps** soient cités pour les engagements, ainsi que des **KPIs spécifiques**. Les questionnaires s'allongent ainsi d'années en années, peu de questions étant supprimées.

De nombreux acteurs se sont emparés du sujet et les sollicitations se multiplient : **questionnaires des agences, des analystes et investisseurs, des clients...** La plupart regardent les analyses des agences de notation et souhaitent pouvoir comparer les sociétés entre elles. Or, **dans un même secteur d'activité, les problématiques peuvent diverger**. Nexans est par exemple dans le même secteur que Legrand et Schneider Electric ; pour autant leurs problématiques ne sont pas comparables.

**Les directions générales se sont emparées du sujet, jusqu'à l'incarnation.** Les questions posées sont comprises, mais les DG ont parfois du mal à y répondre et sollicitent la RSE. Les **controverses** soulevées par les ONG sont peu appréciées, doivent autant que possible être évitées et, lorsqu'elles sont là, il faut y répondre de manière transparente. La **loi sur le devoir de vigilance** a apporté des pistes pour répondre en toute objectivité. Cette prise de conscience des DG n'était pas encore vraie il y a quelques temps.

Des **évolutions positives** ont été constatées au sujet des **agences** : au fil des enquêtes, on voit que les choses évoluent dans le bon sens, mais **il reste beaucoup à faire**, notamment sur les **méthodologies**. Ainsi, une évaluation sur les mêmes critères donne lieu à des notes significativement différentes d'une agence à l'autre.

L'autre acteur majeur qui traite du sujet ESG est l'**IR, qui s'est professionnalisé et a compris les enjeux**. La RSE faisant désormais partie intégrante de la stratégie, elle est traitée au même titre que les autres sujets – même si cela peut varier d'un émetteur à l'autre – et les IR y ont beaucoup contribué.

## Quel usage les investisseurs font-ils des travaux d'analyse des agences de notation ESG et des recommandations des *proxy advisors* ?

*Animation par Chris Hollis*

**Sonia Fasolo** – Les pratiques ne sont pas homogènes selon les différentes maisons. **Eleva Capital** est une petite société de gestion qui fait un **usage modéré des agences de notation extra-financière** :

- **Listes d'exclusion**, de manière directe, sans retraitement : il y a en effet des sujets de *compliance* à la clé, il est donc plus sûr de se reposer sur une source externe.
- **Suivi des controverses** : les agences ont des outils dont nous ne disposons pas et qui permettent de voir les controverses aux quatre coins du monde. Nous partageons cette information avec les émetteurs et, dans certains cas, ils n'avaient pas connaissance de certaines controverses.
- **Données ESG brutes collectées par les agences** : nous n'utilisons pas les notes, mais alimentons nos modèles par ces données. Certaines méthodologies sont en effet un peu « *black box* » et nous souhaitons **nous faire notre propre opinion**. De plus, tous nos analystes et nos gérants ont ainsi une **vision holistique** et prennent en compte la dimension ESG dans la modélisation financière.

Certains investisseurs utilisent les notes brutes, récupérées chez un *provider* mais, comme constaté dans l'enquête réalisée, c'est une minorité, qui va continuer à se réduire. Mais les agences sont importantes, notamment parce qu'elles créent des **indices basés sur ces notes ESG**.

**La corrélation entre les notes des différentes agences est assez faible**, mais cette diversité doit être vue comme une communauté d'analystes *sell-side* qui peut avoir un **avis différent sur une même entreprise** – acheter, conserver, vendre – sur la base de la même communication : cela reste un **jugement**, chacun a sa part de **subjectivité**.

Nous avons également besoin de données ESG pour produire nos propres **reportings sur nos portefeuilles**, dans le cadre du label, ainsi qu'en lien avec la réglementation française et européenne. **La pression subie par**



**les émetteurs de la part des investisseurs et des régulateurs est également subie par les investisseurs de la part de leurs clients et des mêmes régulateurs.**

L'idéal serait d'avoir quelques indicateurs identiques pour toutes les entreprises et que chacune explique ensuite lesquels lui semblent **les plus pertinents** et reporte sur ces critères pour une information adaptée.

**Martine Léonard** – Une analyse financière et extra-financière convenable conduit inévitablement à des **différences de jugement** : il est donc normal de voir des notes différentes d'une agence à l'autre, contrairement à la notation financière sur la partie obligataire, à laquelle il ne faut plus se référer.

Le monde a changé depuis deux ans : l'ESG s'est déployée dans la quasi-totalité des sociétés de gestion. Les données sont utilisées non plus par les seuls spécialistes, mais aussi par des **personnes qui ne connaissent pas bien le sujet**, à la fois parmi les gérants et les analystes, mais aussi parmi les équipes de *reporting* et les équipes de contrôle interne et d'audit. La grande différence est que **l'on demande maintenant aux analystes ESG de fournir des éléments sur des bases opposables**. Les grandes sociétés de gestion se constituent donc des bases de données sur des bases opposables, certes internes sur l'avis de l'analyste, mais aussi externes sur celui des agences de notation. **Beaucoup de société de gestion utilisent toutes les informations de l'année des agences pour nourrir leurs bases de données.**

Lorsque j'étais responsable de l'ISR pour la société de gestion du Crédit Mutuel, avec un investissement monde, il fallait se mettre en position d'avoir des opinions ESG opposables sur toutes les sociétés de tous les portefeuilles, où qu'elles soient, quelle que soit leur taille (environ 8000 sociétés suivies). Il fallait des données de base que la petite équipe d'analystes extra-financiers ne pouvait pas suivre et donc utiliser les données d'agences de notation. L'intégration des données dans les modèles propres d'évaluation des sociétés de gestion nécessite de faire évoluer des éléments d'évaluation en fonction de la notation ESG.

Les agences de notation extra-financière se focalisent sur des éléments dits de **matérialité** : il faut suivre les **données susceptibles d'influencer les chiffres à moyen terme**.

L'ESG est de plus en plus intégré dans les questions de vote. **Le quitus sur les comptes dépendra peut-être dans certains cas de la notation ESG** : ne pas donner assez d'éléments ESG peut provoquer un mouvement d'humeur. Un des points de questionnement des investisseurs, qui sera aussi un jour un point de questionnement des agences : comment le Conseil d'administration vous interroge-t-il sur ces sujets ?

**Laurence Vandaele** – Chez Nexans, nous organisons chaque année des **roadshows gouvernance** (une dizaine cette année) avant l'assemblée générale et les questions ESG y ont pris leur place. Nous rencontrons les investisseurs avec l'aide d'un consultant gouvernance et autour de la table notre Président, administrateur référent, le secrétaire général l'IR et moi-même. **Nous présentons la stratégie du groupe, la politique RSE, ainsi que la matérialité de ces questions, des enjeux pertinents, la score card**, tout ce qui fait sens pour la direction générale et le conseil d'administration. Nous essayons d'anticiper la liste des questions ESG, nous présentons les grands axes des résolutions soumises à l'assemblée générale afin de **lever d'éventuels conflits avec leurs politiques de vote**.

La plupart d'entre eux ont apprécié la démarche et cela nous a permis de régler bien avant l'AG d'éventuels blocages, parce qu'ils ont mieux compris certaines notations, la stratégie et les points saillants. Je recommande ce **discours à plusieurs voix, très utile et très apprécié**.

*Dans des secteurs taillés très large, l'analyse de matérialité ne correspond pas forcément aux enjeux les plus matériels de l'entreprise. Quelle marge de manoeuvre a une entreprise, données à l'appui, pour **changer la pondération des sujets selon la matérialité standard** ?*

**Martine Léonard** – La marge de manoeuvre est faible. Il est important d'avoir un suivi dans le temps avec les agences.



**Sonia Fasolo** – Nous avons l'exemple d'une entreprise qui a entamé une démarche auprès des agences afin d'être classée dans le bon secteur, celui qui lui avait été affecté n'étant pas conforme à la réalité de l'activité. Les agences ne comprennent pas toujours le *business model* et il ne faut pas hésiter à **dialoguer avec elles pour expliquer et les aider à classer dans le secteur ou le sous-secteur qui correspond mieux**. Pour les conglomérats avec plusieurs activités aux enjeux différents, c'est parfois difficile de choisir...

**Le poids des « controverses » n'est-il pas trop important dans la notation de certaines agences, sachant que certaines controverses sont utilisées comme moyen de combat par certaines ONG ?**

**Sonia Fasolo** – Eleva Capital a un **malus de controverse** qui va de 0 à -20 points sur une note de 0 à 100. Le système est automatique en fonction de la « coloration » de la controverse. Si, après **contact avec l'entreprise**, nous nous faisons une opinion qui modifie l'avis émis par notre outil de suivi des controverses, **nous modulons voire supprimons le malus**.

**Martine Léonard** – Les controverses représentent aussi ce que le **client final** va poser comme question et plus il sera grand public, plus il reviendra sur le sujet, surtout si les controverses sont anciennes. Certains sujets peuvent suivre l'entreprise longtemps.

**Quelles sont les particularités de chaque agence et lesquelles retenir quand, faute de temps, les émetteurs doivent faire un choix ?**

**Martine Léonard** – Il y a un an et demi, dans le cadre de mes anciennes fonctions, j'ai monté une base de données sur la base de critères internes détaillés (150 points), selon des données glanées par des agences de notation extra-financière, ce qui m'a amené à faire un appel d'offres auprès d'elles.

**MSCI**, dont on connaît l'importance, est **très globalisante** et il est difficile d'utiliser des informations spécifiques pour une base de données car elles se conçoivent comme un outil clé en main : dès lors où ils vous donnent un élément de notation, il a déjà été **travaillé en fonction de leur propre analyse de la matérialité**, souvent influencée par SASB, dont l'analyse est différente de ce qui se fait en Europe.

En revanche, pour **Sustainalytics** ou **ISS Oekom**, l'investisseur a accès à l'ensemble de la méthodologie, indicateur par indicateur, remplis ou non, avec leur poids dans la notation. **L'investisseur peut donc utiliser les résultats et les commentaires finement pour les intégrer dans une base de données**.

Dans notre analyse, nous avons pris 2/3 d'éléments provenant d'ISS Oekom (social en priorité, et environnement), 1/3 de Sustainalytics, en particulier sur des points de gouvernance.

Les deux sont assez forts sur les sujets de **controverses**. ISS Oekom a deux produits : l'un centré sur les controverses « réglementaires » (ODD, questions d'armement...) et un autre sur les autres controverses. Il livre des fichiers excel avec des notations de controverses sur toutes les sociétés et elles peuvent être traitées pour faire des exclusions. En revanche, l'ancienneté de la controverse n'est pas incluse, ce qui signifie qu'une controverse sur un sujet de concurrence dont le jugement n'a pas eu lieu peut être toujours présente.

Les notations de **Bloomberg** et **Reuters Refinitive** doivent également être surveillées par les gérants.

**Sonia Fasolo** – **MSCI** et **Sustainalytics** sont effectivement les deux leaders. Eleva a choisi MSCI qui fournit le plus de **données brutes sous-jacentes aux notes**. ISS a fait ensuite une percée par l'acquisition d'Oekom. Pour les **small caps**, **Ethifinance** est reconnu. Il ne faut pas négliger le **CDP**, qui n'est pas une agence mais une ONG qui collecte des données carbone, ainsi que sur l'eau et d'autres paramètres, et **irrigue d'autres organismes** comme Bloomberg par exemple. Son questionnaire est assez fastidieux.



Afin de contourner le manque de temps, **fournir un rapport annuel avec un maximum de données qui sont les plus fréquemment demandées** peut éviter d'avoir à traiter des demandes *ad hoc*. Eleva Capital n'envoie pas de questionnaire, mais c'est malheureusement une pratique qui se généralise.

**Adopter une approche par la matérialité est très efficace** : les agences raisonnent souvent ainsi et cela permet aux émetteurs d'adresser les enjeux les plus importants quitte à négliger les autres qu'ils n'ont pas le temps de traiter. Adopter le principe de **double matérialité** permet de ne pas se tromper ou peu : par exemple, quel impact l'entreprise a sur le changement climatique et quel impact a le changement climatique sur l'entreprise, quels risques implique-t-il. Ce peut être aussi le taux de *turnover*.

**Laurence Vandaele – Ecovadis** n'a pas été évoqué, mais cette agence intéresse beaucoup les **clients**. Le **CDP** est très complexe mais **incontournable**, sur la partie climatique, mais aussi eau ou forêts. Il permet aussi d'accompagner l'entreprise sur le SBT (*Science-Based Target*) pour une stratégie Climat robuste. L'impact du changement climatique sur l'activité de l'entreprise avec le **TCFD** est également **incontournable**.

On parle de moins en moins de RobecoSAM pour le DJSI : il est très chronophage. Je ne sais pas si c'est pénalisant pour l'entreprise.

*Pensez-vous qu'il sera possible un jour de comprendre ou d'obtenir **plus de transparence en matière de méthodologie** de notation des agences ? Comment contraindre ces agences à communiquer au émetteurs leur grille de notation dans le détail ? Est-il possible de contraindre ces agences à transmettre leur analyse avant de la diffuser à leurs clients ? Il y a encore trop d'erreurs.*

**Sonia Fasolo** – Au restaurant, le chef ne donne pas sa recette ! **Difficile de demander une totale transparence**, même si c'est le cas pour les sociétés de gestion. Pour les agences, c'est compliqué parce qu'elles sont dans un **environnement concurrentiel** et gardent leurs secrets de fabrication. Les entreprises peuvent obtenir les notes en payant. Dans les échanges avec les investisseurs, l'émetteur peut obtenir des informations pour savoir comment il se positionne. **Le dialogue est souvent la clé** pour apporter des éléments complémentaires : si la société répond, l'investisseur le voit et c'est un point positif.

*Sonia, puisque vous vous basez sur des « raw data », pourquoi ne pas **utiliser les data ESG dans Bloomberg** directement ? Avec une plateforme avec toutes les informations, pourrions-nous nous passer des agences ?*

Nous collectons des informations sur Bloomberg, mais **les agences ont souvent des données plus actualisées et leur analyse des controverses est souvent plus fine**. Et pour des raisons de *compliance*, nous avons besoin d'avoir des sources externes.

**Laurence Vandaele** – Les points soulevés font partie du débat que nous avons avec les agences de notation extra-financière dans le cadre de la démarche menée avec l'Afep et le Medef. **Leur méthodologie est effectivement leur fond de commerce**, difficile de leur demander de tout mettre sur la table. Côté émetteurs, le règlement Disclosure nous demande de fournir beaucoup d'informations brutes afin que chacun puisse les exploiter.

**Avez-vous des recommandations spécifiques sur les proxys ?**

**Sonia Fasolo** – Chaque société de gestion a sa politique de vote disponible sur son site, mais beaucoup se contentent d'adopter celle de conseils, ISS essentiellement. Eleva Capital utilise la plateforme d'ISS pour instruire son vote et a en cela accès aux recommandations d'ISS. Il est très important que l'émetteur fournisse des réponses parce qu'ISS en principe les publie. Il faut également **dialoguer avec les investisseurs en amont** des AG pour leur apporter des **clarifications sur les recommandations parfois un peu binaires des proxys**.

**Martine Léonard** – Il faut être attentif à fournir une **information groupée, synthétique, claire, des tableaux** avec des comparaisons d'une année sur l'autre. Les erreurs sont généralement involontaires.



## Comment être bien traité par les agences ESG et proxys ?

Certains éléments ont déjà été fournis.

### Martine Léonard

- Travailler sur la durée, avoir un **dialogue fréquent** pour être bien connu.
- Ne pas hésiter à **reformuler des réponses** qui ont déjà été données dans un rapport annuel pour répondre plus précisément à une question.
- **Bien connaître les méthodologies** des agences de notation pour savoir ce qui pèse plus ou moins.
- Tout compléter car une **information manquante est souvent très pénalisante**.
- Forcer sur les **points forts** pour les **faire valoir**.
- Faire des **schémas clairs et synthétiques**.

### Sonia Fasolo

- **Dialoguer** sur l'ESG, sur les controverses est essentiel.
- **Comprendre les règles des proxys**, il s'agit souvent de forme : écrire noir sur blanc que le *share buyback* est suspendu en cas d'OPA pour éviter un vote contre par exemple. Les entreprises qui viennent de se coter n'ont pas toujours les codes pour leur première AG !
- **Prendre de la distance** avec ce que racontent les agences ou les proxys grâce aux *roadshows*.
- **Consulter la politique de vote** de ses actionnaires significatifs, disponible sur leur site Internet, ou engager le dialogue en amont.
- Se concentrer sur les **sujets les plus délicats** : pour les AG, il s'agit des **rémunérations** et chaque cas est particulier, sauf en cas de schéma très simple, ce qui est rare. Plus vous passez du temps à **déminer** les sujets délicats, plus les investisseurs seront convaincus du bien-fondé de ce qui est en place dans l'entreprise : les investisseurs manquent de temps également et tout ce qui leur simplifie la tâche est important.

### Laurence Vandaele

- Les **roadshows ESG** sont également utiles. Nous avons aussi partagé avec l'écosystème des vidéos très utiles.
- Les équipes IR sont de plus en plus familiarisées avec les sujets ESG et les équipes RSE et IR ne doivent pas travailler en silo et bien **se coordonner**. Chez Nexans, nous travaillons sur une **base de données de questions et réponses**, qui apportent des éléments de langage à ceux qui doivent prendre la parole pour répondre aux questions. Ce **binôme IR / RSE** est très puissant quand il fonctionne bien et permet de **parler de l'entreprise à plusieurs voix d'une même voix**.

*L'information extra-financière doit-elle à terme ressembler à l'information sur les comptes dans l'URD ? Une majorité de tableaux de données et très peu de récit ?*

*A quand des standards communs pour toutes ces agences ? Remplir les questionnaires est un travail à temps plein pour certains services. Comment les émetteurs s'y retrouvent-ils en fournissant autant de temps et des données (les deux ayant une grande valeur) ?*

Sonia Fasolo – Dans l'idéal, il nous faudrait **quelques indicateurs communs**, les mêmes pour toutes les sociétés des portefeuilles (voir les *reportings* de nos fonds ISR). **Et ensuite des indicateurs pertinents avec l'activité de l'entreprise**. Actuellement, il n'y a aucune standardisation, ni sur les critères, ni sur les méthodes de calcul, mais cela va se mettre en place avec la **réglementation européenne**. Ce ne sera pas parfait au début, cela va prendre du temps.



**Martine Léonard** – Une part de votre souffrance va disparaître d'ici deux ou trois ans avec la **réglementation européenne CSRD** ! Il faut surveiller l'évolution de la réglementation pour les investisseurs : l'article 29 de la loi Energie Climat nous demande de faire un *reporting* sur la biodiversité des émetteurs ! **La réglementation pour les investisseurs devance celle pour les émetteurs** et toute l'aide qu'ils pourront apporter montrera là où la réglementation doit s'arrêter.

*Quelle est votre position sur le fait de **fournir des données ESG non publiées** aux questionnaires de certains investisseurs ?*

**Sonia Fasolo** – Ce ne doit pas être de l'information privilégiée mais, dans le cadre des *roadshows*, des **éléments qualitatifs** qui ne sont pas forcément connus de tous sont fournis. Les informations les plus fréquemment demandées peuvent être **publiées dans le rapport annuel**, en évitant les dérives conduisant à des rapports de plusieurs centaines de pages et donc illisibles !

## Conclusion

**Alexandra Baubigeat-Boucheron** – L'écosystème de l'ESG est constitué d'une **multitude d'acteurs**, certains interconnectés, avec bien souvent des **methodologies différentes** : il est donc difficile d'y voir clair pour les IR, d'autant plus quand ils ont peu de ressources.

Suite à ces échanges, notre recommandation est pour chacun de **se faire une idée de son propre panorama**, en prenant en compte les spécificités de son entreprise, de son industrie, de sa taille, de ses priorités, afin de **définir ses propres influenceurs**. Et ensuite **d'assumer et d'affirmer ce panorama** auprès de sa direction générale et, lorsqu'il est validé, de **définir la feuille de route** pour adresser ces interlocuteurs et seulement ceux-ci.

Pour gagner du temps sur le long terme, il faut **anticiper en engageant le dialogue**, que ce soit avec les agences de notation extra-financière ou avec les proxys, afin de déminer certains aspects, apporter des éléments de réponse sur d'autres et, surtout, essayer de relire les analyses avant qu'elles ne soient publiées. Pour préparer cela, il faut **alimenter l'URD en données claires et synthétiques**.

Au-delà de ce dialogue, les émetteurs peuvent **reprendre le contrôle de leur discours** plutôt que de subir en permanence des sujets non essentiels pour eux.

A terme, le rôle de ces agences pourrait être remis en cause par la **standardisation des données**, le *tagging*, qui permettrait d'uniformiser les données mises à disposition des investisseurs et leur donner la possibilité d'accéder facilement aux données sans nécessairement passer par ces intermédiaires. Si les émetteurs peuvent prioriser leur approche, les investisseurs s'appuient aussi plus ou moins sur les agences et les *proxys*.

**La clé de l'optimisation du temps de l'IR est de créer un binôme parfait avec la RSE**, afin d'être autonome sur le sujet et montrer ainsi aux *stakeholders* que **l'ESG est totalement intégrée à la stratégie du groupe**, afin d'incarner et d'uniformiser le discours quels que soient les interlocuteurs.