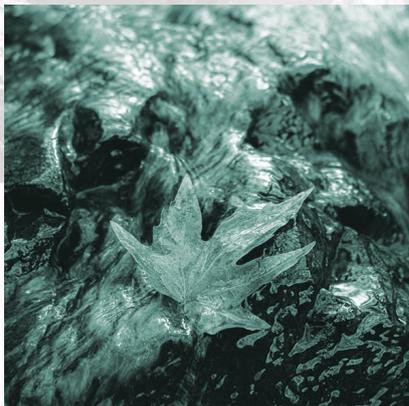




GESTION DES RISQUES DANS LA NOTATION ESG

NOVEMBRE 2022

LES CAHIERS
DE LA DIRECTION
DES RISQUES



La fiabilité des données ESG est un enjeu majeur dans la gestion des risques.

Les progrès en la matière dépendront notamment de la qualité des données communiquées par les fournisseurs mais également de la capacité des sociétés de gestion à les analyser. Dans cette perspective, la mise en œuvre de la Directive CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) constituera une avancée primordiale dans l'exploitation des informations extra-financières des sociétés. Par ailleurs, l'analyse, l'interprétation et la fiabilisation des données disponibles sont déjà conditionnées à l'assimilation de la « matière ESG » (textes réglementaires, bonnes pratiques, chartes, etc.). Au sein de la Direction des Risques de Crédit Mutuel Asset Management, notre suivi des risques extra-financiers s'appuie notamment sur un dispositif de contrôles *ad hoc* avec l'appui de collaborateurs contrôleurs spécialisés. **Ce premier cahier des risques ESG porte sur un sujet central qu'est la notation interne ESG.**



GABRIEL VINCENT

Directeur des Risques,
de la Conformité et du
Contrôle Permanent

SOMMAIRE

L'appréhension des risques
dans la notation ESG 5

Les limites de la notation 7

Contrôler les risques
liés à la notation ESG 9

*Ensemble,
écouter & agir*

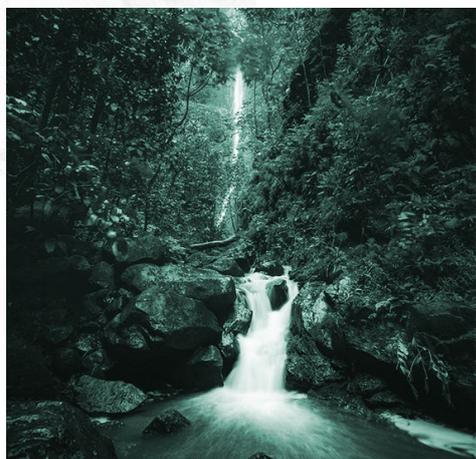
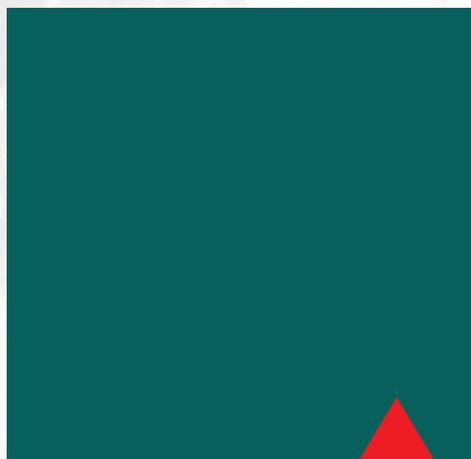


Le marché des fonds d'investissement durables en France est en très forte croissance : selon le centre de recherche de Novethic, ces fonds représentaient à la fin de l'année 2021 896 milliards d'euros d'encours, en hausse de 94 % sur un an, pour 1 186 fonds recensés. Cette croissance s'explique notamment par une réorientation de capitaux vers des placements plus durables souhaitée par de nombreux épargnants mais également par la réglementation européenne et française. A titre d'illustration, le règlement SFDR entré en application le 10 mars 2021 permet *in fine* d'identifier clairement les placements liés à la notion de durabilité via la classification Articles 8 & 9 des fonds d'investissement.

INTRODUCTION

L'APPRÉHENSION

DES RISQUES DANS
LA NOTATION ESG



L'évaluation des pratiques environnementales, sociales, ou de gouvernance - et donc la note ou le score ESG d'un émetteur joue un rôle pivot dans sa possible intégration dans un fonds d'investissement durable (Art. 9), ou faisant la promotion de caractéristiques sociales ou environnementales (Art. 8) au sens de la réglementation SFDR.



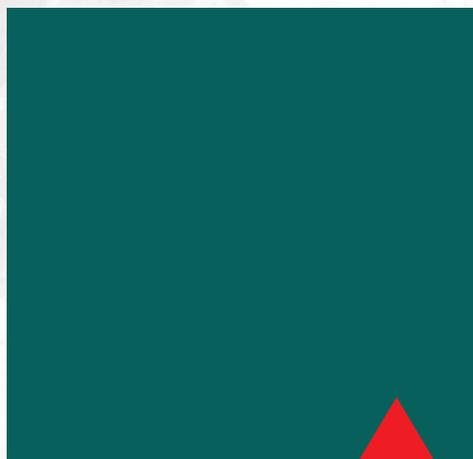
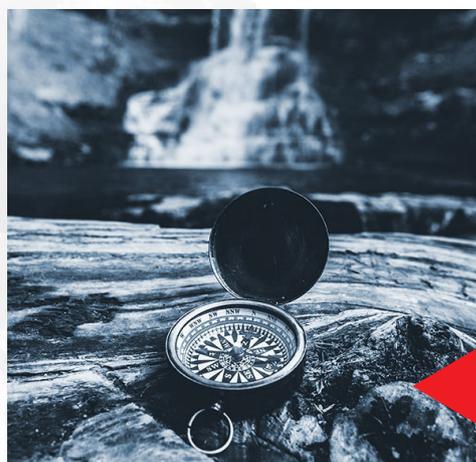
Ce score ESG est construit à partir de plusieurs centaines de points de données relatifs aux piliers E, S, et G issus de fournisseurs de données, auxquels sont attribués une valeur. Ces valeurs sont ensuite agrégées pour obtenir un score par pilier, puis un score ESG global qui va déterminer si l'émetteur évalué peut être considéré comme « durable ». L'absence de score, ou un score ESG trop faible a pour conséquence l'exclusion de l'émetteur de l'univers d'investissement des fonds Articles 8 & 9.

Une dérive constatée du score ESG est que ce dernier devient un prérequis de conformité, par opposition à un outil d'analyse dans la décision d'investissement. Dès lors pour un émetteur, l'obtention d'un score ESG donnant accès aux fonds d'investissement durables est un enjeu crucial. Pour le gestionnaire d'actifs, les systèmes de notation ESG répondent à un triple objectif :

- Répondre à la demande des investisseurs, en contribuant à la proposition de produits d'investissement durables ;
- Se conformer à la régulation, en justifiant de la durabilité de ses fonds par les scores ESG des émetteurs en portefeuille ;
- Disposer d'un outil fiable permettant d'intégrer les enjeux ESG dans l'analyse fondamentale des émetteurs pour des décisions d'investissement mieux informées.

LES LIMITES

DE LA NOTATION





Les données ESG étant issues de fournisseurs externes, la construction d'un score ESG peut poser certaines problématiques au gestionnaire d'actifs :

- La disponibilité des données : les émetteurs composant l'univers d'investissement ne sont pas tous correctement couverts par les fournisseurs de données ESG, c'est d'autant plus le cas pour les petites & moyennes capitalisations ;
- La fiabilité des données : parmi les centaines de points de données utilisés pour le calcul d'un score ESG, on trouve des données auditées, mais aussi déclarées par l'émetteur sans vérification externe, estimées par le fournisseur de données sur la base de méthodologies peu transparentes, ou encore fondées sur une appréciation subjective de la qualité d'engagements non-constatés de l'émetteur (par exemple l'appréciation de la qualité d'une stratégie de réduction des émissions de CO2 dans le futur) ;
- La méthodologie de pondération et d'agrégation des données ESG pour l'obtention d'un score n'est pas normée, et fait également appel à une appréciation subjective.

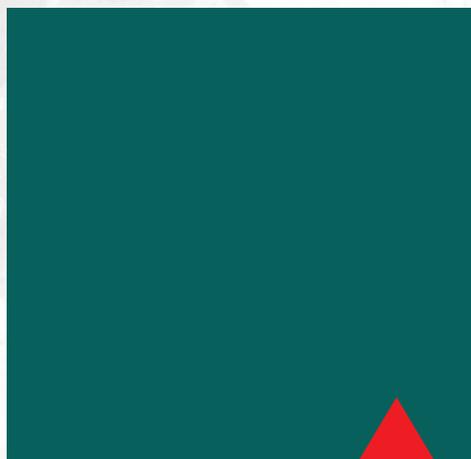
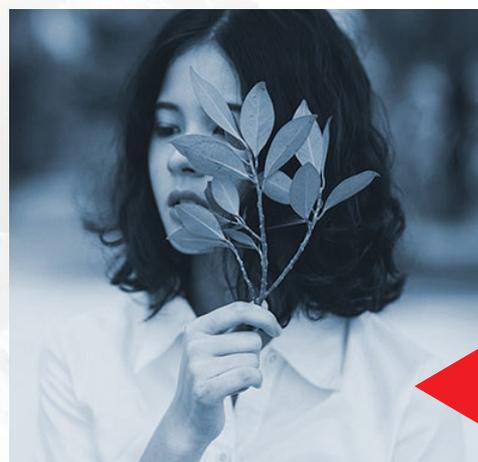
Ces problématiques liées à la notation ESG conduisent à une situation où un émetteur bien noté par un fournisseur de données peut être mal noté par un autre fournisseur. Ainsi, lorsque la corrélation des notations des agences d'analyse crédit est d'environ 96%, elle n'est que de 49% pour les notations des fournisseurs de données ESG¹. La conséquence est qu'il n'est pas rare de trouver parmi les émetteurs ayant de bons scores ESG de grands producteurs d'énergies non-renouvelables, de cigarettes, de plastiques, de ciment, de voitures, ou d'aliments nuisibles pour la santé.

Enfin, on constate que les émetteurs fournissant le plus d'information sont généralement mieux notés. Cela favorise les émetteurs ayant des moyens à consacrer aux données extra-financières, ou qui contrebalancent les dégâts causés par leur activité sur l'environnement par la promotion de bonnes pratiques sociales et/ou de gouvernance.

¹. SOURCE
Notations ESG : de la poudre aux yeux ?
L. Kersterton, 04/2020, consulté sur le site allnews.ch

CONTRÔLER

LES RISQUES LIÉS À
LA NOTATION ESG

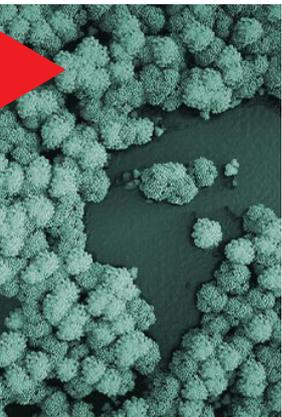




Les difficultés identifiées dans le processus de notation ESG mettent en avant certains risques qui doivent faire l'objet de contrôles :

- **Risque de régulation** : présenter un fonds d'investissement comme durable sans pouvoir justifier de la durabilité des émetteurs en portefeuille ;
- **Risque commercial** : être dans l'incapacité de proposer des fonds durables par manque de couverture ESG des univers d'investissement ;
- **Risque opérationnel** : avoir un modèle de notation ESG instable et trop sensible aux différentes anomalies dans le processus de notation ;
- **Risque réputationnel** : inclure dans des fonds durables des émetteurs dont le potentiel de « ESG-washing » est élevé ;
- **Risque financier** : biaiser l'analyse fondamentale réalisée, conduisant à des décisions d'investissement mal-informées, et ne reflétant pas les risques et opportunités liés à l'ESG ;

Le risque de régulation a pour origine le manque de données ESG dans l'univers d'investissement émetteurs : si la sélection d'un fournisseur de données ESG adapté aux caractéristiques de la société de gestion est un préalable, le contrôle portera sur le ratio d'émetteurs couverts par la notation ESG au niveau de l'univers global émetteurs et pour chaque fonds sous gestion. Ce contrôle permet également de se couvrir contre le risque commercial qui découle lui aussi du manque de couverture ESG de l'univers d'investissement.



Le risque opérationnel est lié au modèle de notation développé par la société de gestion : il s'agit de s'assurer qu'à chaque étape du processus de notation, le modèle est capable de produire des notes ESG cohérentes, y compris dans des conditions anormales : par exemple en l'absence de certaines données fournisseurs. Le contrôle portera donc sur la cohérence des résultats produits par le modèle de notation dans divers scénarios.

Le risque réputationnel est difficile à appréhender : au-delà du simple suivi des controverses, différents types de contrôles pourront néanmoins contribuer à réduire ce risque. Du point de vue quantitatif, il s'agit de contrôler les écarts de score ESG trop importants entre plusieurs fournisseurs de données pour un même émetteur – ce qui implique d'avoir plusieurs fournisseurs de données ESG. Au niveau émetteur, il apparaît pertinent de contrôler que la note ESG est obtenue en favorisant les points de données quantitatifs fournissant des informations sur les réalisations passées de l'émetteur plutôt que des indicateurs qualitatifs tels que l'existence de politiques et objectifs futurs. Enfin, un contrôle qualitatif sur les émetteurs bien notés permettra d'identifier les émetteurs à risque fournissant beaucoup de données parce qu'ils en ont les moyens, ou pour contrebalancer une mauvaise performance ESG sur un sujet spécifique.

Au-delà de l'aspect réglementaire, ces contrôles contribuent à renforcer la qualité de l'analyse fondamentale par l'amélioration continue de l'intégration des facteurs ESG. Cela veut dire mieux comprendre les entreprises dans lesquelles nous investissons pour un monde plus durable.



Retrouvez-nous sur
www.creditmutuel-am.eu

Crédit Mutuel Asset Management
Société de gestion d'actifs de Crédit Mutuel Alliance Fédérale
Société anonyme au capital de 3 871 680 €
Société de gestion de portefeuille – SGP
N° d'agrément AMF : GP 97-138
Siège social et bureaux Paris : 4 rue Gaillon 75002 Paris
Bureaux Strasbourg : 4 rue Frédéric-Guillaume Raiffeisen
67000 Strasbourg
RCS Paris 388 555 021
TVA intracommunautaire : FR 70 388 555 021
Code APE 6630 Z

NOVEMBRE 2022

AUTEUR : CLÉMENT HURET, CONTRÔLEUR RISQUES ESG

Toute reproduction ou utilisation de ce document est
formellement interdite sauf autorisation expresse de
Crédit Mutuel Asset Management

