



LES AGENCES D'ANALYSE ET DE NOTATION EXTRA-FINANCIÈRE : QUELS SERVICES POUR QUELS INVESTISSEURS ?

ÉMILIE ALBEROLA *
STÉPHANIE GIAMPORCARO-SAUNIÈRE **

Au sein de l'industrie de l'information financière, s'est développée ces dix dernières années une nouvelle industrie de traitement de l'information à destination des investisseurs : celle de l'information extra-financière. Ce développement a été particulièrement porté par une catégorie d'acteurs spécialisés : les organismes d'analyse et de notation extra-financière.

Les acteurs au centre de cet article traitent les informations d'origine non financière divulguées par les émetteurs (les entreprises) et leurs parties prenantes dans l'objectif d'éclairer l'investisseur dans ses choix d'investissement. Le Guide de l'Observatoire de la responsabilité sociale des entreprises (ORSE)¹ recense, en juin 2005, 33 organismes dans le monde pratiquant ce type d'activité. Les organismes qui y figurent réalisent majoritairement cette activité d'analyse extra-financière pour le compte des investisseurs et couvrent un univers d'entreprises suffisamment large pour assurer un *benchmark* pertinent. L'apparition de ces acteurs, puis leur développement, s'inscrit clairement dans le mouvement de l'Investissement socialement responsable (ISR).

* Rapporteur du groupe de travail « Notation extra-financière : évolutions et perspectives » et rédactrice du Guide des organismes d'analyse sociétale et environnementale de l'ORSE.

** Responsable de la recherche ISR chez Novethic.

Les données présentées dans cet article sont issues du Guide des organismes d'analyse sociétale et environnementale réalisé par l'ORSE en partenariat avec l'ADEME. Les auteurs tiennent à remercier l'ensemble des agences de notation qui ont participé à l'enquête de l'ORSE au cours de l'année 2004. Les informations communiquées par les agences ont été recueillies à partir d'un questionnaire et leur validité demeure de leur propre responsabilité. Cet article a, par ailleurs, bénéficié des remarques d'Alexia Leseur.



Ces agences constituent des sources d'information indépendantes pour les investisseurs qui intègrent dans leur processus de décision d'investissement, au-delà des critères financiers traditionnels, des critères extra-financiers relatifs aux dimensions environnementales, sociales et de gouvernance des entreprises. La majorité de ces acteurs analysent essentiellement des grandes entreprises qui ont recours aux marchés de capitaux. Progressivement, certains organismes élargissent leurs univers d'analyse aux petites et moyennes entreprises et aux émetteurs souverains.

De façon générale, ces organismes fournissent aux équipes des sociétés de gestion développant des produits financiers ISR une information synthétique sur les risques sociaux, environnementaux et de gouvernance auxquels l'entreprise s'expose. Dans certaines structures de gestion, ayant développé des compétences de recherche extra-financière dédiée, cette information est recueillie et parfois approfondie, voire retraitée par des analystes *buy-side* spécialisés sur cette analyse thématique. Les sociétés de courtage, intermédiaires traditionnels des sociétés de gestion sur l'analyse financière se sont aussi positionnées sur ce nouveau champ d'analyse en créant des postes dédiés à l'analyse extra-financière. Ces derniers utilisent aujourd'hui en partie les données produites par les agences d'analyse et de notation extra-financière pour déployer leur propre capacité de recherche.

Les agences, pionnières en matière de recherche extra-financière, tentent de se positionner en véritables prestataires entre les investisseurs (sociétés de gestion, investisseurs institutionnels...) et leurs intermédiaires traditionnels (sociétés de courtage) qui achètent leurs services, et les entreprises qui leur communiquent de l'information. Vont-elles arriver à tenir et maintenir ce positionnement sur le marché émergent de la recherche extra-financière ? Les sociétés de courtage ne seraient-elles pas à même de former un groupe d'acteurs très concurrentiel comme le suggérait le rapport Mistra en 2004 ? Les sociétés de gestion ne vont-elles pas amorcer, dans les années à venir, une internalisation accrue de la recherche extra-financière qui pourrait, à terme, modifier leurs exigences en termes de contenu et d'orientation de la recherche délivrée par ces agences ? Quel rôle pourraient jouer les investisseurs institutionnels finaux sur la configuration de la recherche extra-financière ?

Pour répondre à l'ensemble de ces interrogations, nous reviendrons sur l'émergence historique de la recherche extra-financière au sein du mouvement plus large de l'ISR avant d'offrir une radioscopie du marché de l'analyse et de la notation extra-financière. Finalement nous tenterons d'esquisser les lignes futures de ce marché en nous interrogeant sur la professionnalisation de ces acteurs, la viabilité des



modèles économiques et sur leurs clients finaux. La comparaison avec les métiers de l'analyse et de la notation financière sera un point d'appui même si les analogies entre les deux formes d'analyse sont à manier avec prudence. En effet, l'assimilation, certes séduisante, de la notation extra-financière comme un prolongement de la notation financière crédit, telle qu'elle était supposée à l'émergence de ce marché, est incorrecte. Lorsque se pose la question de l'intégration de la notation ou analyse extra-financière dans les processus de décision d'investissement, il s'agit bien de son usage dans l'ensemble des outils qu'utilisent les investisseurs pour formuler leur choix d'investissement : les cahiers des charges établis par les investisseurs institutionnels dans leurs mandats de gestion, les analyses et recommandations émises par les analystes *sell-side* et *buy-side* extra-financiers, et autres instruments sur lesquels les gérants d'actifs appuient leur décision d'investissement.

L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE ET L'ÉMERGENCE DE L'ANALYSE EXTRA-FINANCIÈRE

Le marché de l'analyse et de la notation extra-financière des entreprises, initié aux États-Unis, est relativement jeune. Il est apparu pour répondre aux besoins des gestionnaires d'actifs désireux d'intégrer des dimensions non financières dans leurs processus de décision d'investissement à la demande d'investisseurs institutionnels et particuliers engagés. À l'origine, promu par des considérations éthiques ou religieuses, l'investissement socialement responsable a rejoint dans les années 1990 les préoccupations de responsabilité sociale des entreprises et de leur contribution au développement durable. C'est ce qui a contribué à sa diffusion des pays anglo-saxons vers l'Europe et le Japon.

L'expérience de l'intégration de l'information extra-financière dans le processus d'investissement débute aux États-Unis dès la fin du XIX^{ème} siècle au sein de la communauté Quaker. Les premières pratiques d'investissement socialement responsable sont marquées par une stratégie d'exclusion de secteurs d'activités orientée vers la satisfaction de convictions religieuses. En 1928, à l'instigation du Conseil fédéral des églises américaines, est créé le *Pioneer Fund* qui proposait des placements financiers excluant explicitement les sociétés dont les activités étaient en relation avec l'alcool, le tabac et la pornographie. Les Quakers sont ainsi à l'origine de ces critères d'exclusion qui arbitrent encore aujourd'hui le fonctionnement des fonds dits « éthiques ».

Dans les années 1970, dans le contexte des luttes pour les droits



civiques, contre la guerre du Vietnam et l'Apartheid, ces investisseurs nord-américains adoptent des pratiques plus activistes en déposant des résolutions en assemblée générale d'entreprises dans l'objectif d'influencer les pratiques sociales et environnementales des entreprises. En 1971, alors que les religieux méthodistes créaient le premier fonds commun de placement accessible aux investisseurs particuliers, le Pax World Fund, la première résolution de vote proposant la cessation des activités en Afrique du Sud est soumise à l'assemblée générale de General Motors, à l'initiative de l'un de ses nouveaux administrateurs, le Révérend Léon Sullivan. La montée en puissance de cette campagne anti-apartheid s'est traduite par le départ de plus des deux-tiers des entreprises américaines implantées en Afrique du Sud. Ainsi, ces investisseurs pionniers adoptent de nouvelles pratiques qui vont structurer le mouvement de l'investissement socialement responsable : se désinvestir d'entreprises engagées dans des secteurs ou des pratiques jugées irresponsables, s'engager dans un dialogue avec les entreprises par l'exercice du droit de vote et privilégier les investissements dans des entreprises qui présentent des bonnes pratiques sociales et environnementales. Deux types d'agence se créent alors pendant cette période. Certaines se spécialisent dans la recherche d'informations sociales et environnementales précises qui permettent aux investisseurs de déployer des stratégies d'évitement ou d'adhésion à certaines valeurs d'entreprise. D'autres mettent en place des outils d'information et d'orientation afin de faciliter un exercice actif du droit de vote sur les questions sociales et environnementales via le dépôt de résolutions en assemblées générales d'actionnaires.

L'élargissement des préoccupations des investisseurs, dans les années 1990, aux différentes thématiques de la responsabilité sociale des entreprises, dans un contexte où le concept de développement durable a émergé sur la scène internationale, contribue à l'essor rapide de l'ISR sur le continent européen. Si la démarche éthique a une place importante dans l'investissement socialement responsable européen, de nombreux investisseurs et, au premier plan, les professionnels de la gestion d'actifs développent une philosophie d'investissement un peu différente. Ils s'intéressent de façon croissante aux impacts de l'activité économique de l'entreprise vis-à-vis de son environnement social et écologique et développent des processus de sélection des entreprises en fonction de la qualité de leurs pratiques sociales et environnementales. En revanche, à l'exception du Royaume-Uni, l'engagement dans un dialogue avec les entreprises par l'exercice du droit de vote n'est pas une voie au départ fortement explorée par ces acteurs de l'ISR. Les agences implantées en Europe se positionnent dès lors de façon préférentielle sur l'analyse du comportement des



entreprises sur les questions sociales et environnementales afin d'offrir un outil de jugement extra-financier à leurs clients investisseurs.

C'est dans ce contexte que le marché de l'analyse extra-financière s'est développé en cherchant à mettre à disposition des investisseurs des informations sur les politiques, les pratiques et les performances de l'entreprise dans les domaines sociaux, environnementaux et de gouvernance.

L'acquisition de ces services permet aux investisseurs d'avoir accès à une opinion jugée comme experte sur les comportements des entreprises sur ces trois aspects. Les sociétés de gestion peuvent alors, en se fondant uniquement sur cette opinion ou en l'approfondissant en interne, opérer une sélection extra-financière des entreprises sur lesquelles elles souhaitent investir. Les informations sont délivrées sous forme de bases de données qui contiennent généralement des fiches descriptives de chaque entreprise. Le système d'évaluation peut donner accès à une note générale pour chaque entreprise et éventuellement à une note pour chaque sous-critère. Les investisseurs peuvent aussi consulter des listes d'entreprises qui répondent ou non aux référentiels extra-financiers établis par l'agence. Certains organismes offrent des bases de données plus souples : la société de gestion peut créer son propre profil en choisissant ses critères d'évaluation et leurs pondérations respectives. Initiées sur l'évaluation des grandes capitalisations, certaines agences élargissent aujourd'hui leur univers d'analyse aux grandes entreprises non cotées, aux petites et moyennes capitalisations et depuis peu aux émetteurs souverains et supranationaux pour répondre à la demande naissante des investisseurs obligataires.

RADIOSCOPIE DU MARCHÉ DE L'ANALYSE ET DE LA NOTATION EXTRA-FINANCIÈRE

Depuis son émergence au début des années 1980, le marché de l'analyse et de la notation extra-financière poursuit son développement. En 2005, l'ORSE comptabilise 33 organismes dans le monde. L'apparition de ces structures dans des pays anglo-saxons constitue une première étape de l'émergence de ce marché. En 2005, 7 agences ont été recensées en Amérique du Nord dont 4 sur le marché pionnier des États-Unis. Leur activité est très majoritairement concentrée sur leur marché domestique, à l'exception d'Innovest qui a développé une stratégie d'internationalisation vers l'Europe et l'Asie.

En Europe, l'apparition de ces entités est plus récente et s'est accélérée à partir de 2000. En 2005, 25 organismes ont été identifiés. Sur les principales places financières, des agences ont vu le jour.

Tableau n°1
Les organismes d'analyse et de notation extra-financière dans le monde

Pays	Organisme	Acteurs analysés pour le compte des investisseurs				
		Grandes entreprises cotées (indices analysés)	Grandes entreprises non cotées	Petites et moyennes capitalisations	PME	Pays et/ou collectivités locales
Allemagne	IMUG	MSCI, FTSE		✓	✓	
Allemagne	Oekom Research	MSCI World, DJ Stoxx 600 et EuroStoxx	✓	✓	✓	✓
Allemagne	Scoris	DAX 30, MSCI World		✓		✓
Australie	Caer	S&P/ ASX 300, NZSE	✓	✓	✓	✓
Australie	Siris	ASX 300, NZSE 50, MSCI Asia	✓	✓		
Belgique	Deminor Ratings ¹	FTSE eurofirst 300, MSCI Pan Euro, FTSE 100, CAC 40 et autres indices				✓
Belgique	Ethibel ² /Stock at Stake	MSCI World	✓	✓		✓
Canada	Ethic Scan	Entreprises canadiennes				
Canada	Innovest	MSCI World, S&P 500, FTSE 350, Russell 1000, Eurostoxx 300	✓	✓		✓
Canada	Jantzi Research	TSE, MSCI World, ScotiaMcLeod Bond Univers		✓	✓	
Corée du Sud	Eco Frontier Co	KOSPI 200				
Espagne	FED	IBEX 35, PSI 20				
États-Unis	Calvert	Russell 1000, MSCI Eafe	✓	✓		✓

LES AGENCES D'ANALYSE ET DE NOTATION EXTRA-FINANCIÈRE :
QUELS SERVICES POUR QUELS INVESTISSEURS ?

États-Unis	KLD	S&P 500, Russell 3000	✓		✓
France	BMI Ratings ⁶				✓
France	Ethifinance ⁷	International	✓		
France	Groupe Vigéo	Dow Jones EuroStoxx 600	✓	✓	
Italie	Avanzi SRI Research	MIB 30 ; MSCI World			✓
Italie	E Capital Partners	2 800 entreprises mondiales	✓	✓	✓
Japon	The Good Bankers	Japon	✓	✓	✓
Pays-Bas	DSR	AEX, AMX, MSCI World	✓	✓	✓
Royaume-Uni	CoreRatings ⁸	MSCI World, Eurotop 300, FTSE 100	✓		
Royaume-Uni	Eiris	FTSE et autres indices	✓		✓
Royaume-Uni	Ethical Screening	FTSE 350	✓		
Royaume-Uni	Serm	FTSE 350, FTSE Eurotop	✓	✓	
Royaume-Uni	Trucost	FTSE all-share, S&P 500...	✓	✓	
Suède	GES Investment Services	MSCI World, FTSE, Nordic indices	✓		
Suisse	Centre Info	SMI, SPI	✓		✓
Suisse	SiRI Company	MSCI World	✓		✓
Suisse	Covalence	DJ World Index			
Suisse	Inrate	SPI, MSCI World	✓	✓	✓
Suisse	SAM Research	DJ Global Index, DJ Stoxx 600	✓	✓	✓

Source : ORSE.



Elles dominent souvent leurs marchés nationaux et tentent pour certaines de se développer à l'international. Étant de loin le premier marché européen de l'ISR, le marché britannique détient le plus grand nombre de ces fournisseurs d'informations extra-financières : CoreRatings, Eiris, Ethical Screening, PIRC, SERM et Trucost. Le marché helvétique se singularise aussi par un nombre élevé d'acteurs mais se distingue par une forte intégration de cette pratique au sein des sociétés de gestion proposant une offre des fonds ISR. La concurrence est également présente sur les autres marchés européens tels que les marchés allemands, français et italiens qui comptent chacun entre 3 et 4 acteurs nationaux, avec très souvent la domination de l'un d'entre eux. En France, le marché de l'analyse et de la notation extra-financière à destination des investisseurs est principalement tenu par un acteur, Vigeo. Interviennent également EthiFinance, partenaire d'Eiris, et Innovest. À l'opposé, la Suède, les Pays-Bas ainsi que l'Espagne disposent chacun d'un acteur national unique : GES Investment Services en Suède, Dutch Sustainability Research (DSR) aux Pays-Bas et FED en Espagne.

Depuis son émergence, ce marché a connu un certain nombre de mouvements, des agences se sont créées, d'autres ont fusionné, même si peu d'entre elles ont disparu au final. Des mouvements de structuration et de concentration ont débuté en Europe sur les marchés domestiques et se poursuivent aujourd'hui à l'échelle internationale.

En France, la première structure d'analyse extra-financière fondée en 1997, Arese, devient en juillet 2002 l'agence Vigeo avec une nouvelle équipe dirigeante. En octobre 2002, l'ancienne présidente d'Arese crée alors une filiale française de l'organisme britannique CoreRatings, détenu par Fimalac l'actionnaire de Fitch Ratings, la troisième agence de notation financière mondiale au côté de Moodys et Standards & Poors. L'implication d'une agence de notation financière dans l'analyse extra-financière laisse alors supposer un éventuel rapprochement entre la notation financière et la notation extra-financière. En mai 2004, le cabinet de conseil français BMJ prend le contrôle de CoreRatings France, Fimalac restant actionnaire à hauteur de 34 % pour donner naissance à une nouvelle entité BMJ Ratings² qui se spécialise dans la notation extra-financière sollicitée par les entreprises. À son tour, le 1^{er} octobre 2004, l'agence britannique CoreRatings UK est rachetée par Det Norske Veritas une entreprise norvégienne de certification spécialisée dans la gestion de la qualité qui cède, en octobre 2005, l'activité de notation extra-financière pour le compte d'investisseurs à l'agence nord-américaine Innovest. CoreRatings se positionne désormais uniquement sur l'activité de services de notation extra-financière sollicitée par les entreprises.



Enfin, en juin 2005, le premier rapprochement paneuropéen s'est réalisé entre les agences françaises et belges, Vigeo et Ethibel, qui donnent naissance au Groupe Vigeo, dont l'ambition est de devenir la première agence européenne de mesure de la responsabilité sociale des entreprises.

En Asie, en Australie et en Afrique du Sud, des organismes annoncent également réaliser de l'analyse et de la notation sociétale. Au Japon, The Good Bankers offre aux investisseurs une gamme de services spécifiques où les préoccupations environnementales dominent largement les problématiques sociales. En Corée du Sud, Eco-Frontier Co, fondé en 1995, partenaire d'Innovest, y couvre le marché émergent de l'ISR. En Australie, les agences CAER et Siris se partagent ce marché en pleine croissance. Enfin, d'autres organismes non référencés dans le Guide de l'ORSE ont été identifiés. En Afrique du Sud, depuis 2002, Sustainability Research & Intelligence offre aux investisseurs des services de notation des risques sociétaux des entreprises sud-africaines.

Ce tour d'horizon révèle que cette activité de notation est le fait d'un grand nombre d'acteurs qui opèrent l'essentiel ou la totalité de leur activité sur leur marché domestique. Seules quelques agences semblent exercer une partie significative de leur activité à l'international comme Eiris, Innovest et SAM. La structure du marché de la notation extra-financière est donc bien différente de celle de la notation financière qui est fortement concentrée avec 3 acteurs dominant le marché mondial, Standards & Poors, Moody's et Fitch.

Alors que l'activité des intermédiaires de marché de la chaîne de traitement de l'information à destination des investisseurs est fortement encadrée par les régulateurs des marchés financiers, ce marché de l'analyse et de la notation sociétale ne fait l'objet, à l'heure actuelle, d'aucune régulation. La consolidation de l'activité de la notation financière est réellement intervenue lorsqu'elle est apparue comme un élément incontournable pour émettre du papier obligataire sur le marché des capitaux. La notation financière constitue ainsi *un véritable passeport* pour les entreprises souhaitant accéder aux marchés financiers. La notation extra-financière ne joue pas (ou pas encore ?) un tel rôle.

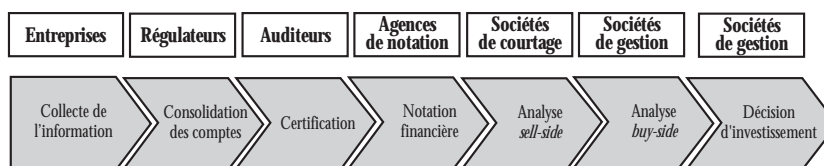
Plusieurs initiatives engagées en Europe tentent cependant d'offrir à ce marché aux frontières encore mal déterminées un cadre de professionnalisation. En 2003, une norme de qualité CSRR-QS 1.0, soutenue par la Direction générale de l'emploi et des affaires sociales de la Commission européenne et promue par l'association AI CSRR³ réunissant 14 organismes, est développée pour renforcer la confiance accordée aux professionnels de la notation en matière de qualité et de

transparence de leur activité d'analyse et de notation. Cependant, force est de constater que, de manière générale, ni les instances de régulation financière, ni celles de la normalisation type ISO ne se sont véritablement emparées de cette question.

*DE LA COLLECTE D'INFORMATIONS
À SON TRAITEMENT MÉTHODOLOGIQUE :
LA NÉCESSAIRE PROFESSIONNALISATION DES PRATIQUES*

La chaîne de traitement de l'information à destination des investisseurs a évolué ces dernières années avec la multiplication des acteurs et une mutation de la nature de l'information traitée. Cette chaîne peut être figurée par le graphique suivant, avec l'idée que l'indépendance des différents maillons est une condition de qualité et d'efficacité du traitement de l'information pour l'investisseur final.

**Graphique n°1
La chaîne de traitement de l'information
pour décision d'investissement**



10

La chaîne de traitement de l'information extra-financière se met progressivement en place, combinant le développement de nouveaux acteurs et l'incorporation de ces informations dans les activités des acteurs traditionnels de la finance. Aujourd'hui, analystes financiers et gérants d'actifs utilisent, dans leur fonction d'analyse et de décision d'investissement, des informations certifiées par des auditeurs. Ainsi, pour sortir du champ étroit de l'ISR et s'installer durablement dans la gestion d'actifs classique, l'information extra-financière devra sans doute suivre la même chaîne de production et de certification que l'information financière pour qu'il y ait un *continuum* depuis sa production réalisée par les entreprises jusqu'à son analyse et sa notation opérées par les agences. Mais dès aujourd'hui, ces nouvelles informations extra-financières pourraient venir enrichir les modèles financiers fondamentaux d'analyse des entreprises et ainsi constituer un réel levier d'incitation à l'innovation en matière d'outils d'évaluation dans la gestion d'actifs.

Les régulateurs sont restés à ce jour discrets sur le rôle, le mode de traitement et la certification de l'information extra-financière commu-

niquée dans le cadre réglementaire de la Loi NRE et de la Loi sur la sécurité financière. Ainsi, depuis la divulgation des informations extra-financières par les entreprises, les organismes d'analyse sociétale figurent comme le premier maillon de cette chaîne de traitement en fournissant ensuite aux analystes *sell-side* et *buy-side* une information synthétique sur les performances extra-financières des entreprises analysées.

L'activité d'analyse et de notation extra-financière repose sur un double processus : la constitution de bases de données à partir de la collecte d'informations et le traitement de ces informations à travers une batterie de critères d'évaluation qui aboutit à l'élaboration d'une information synthétique appropriable par les investisseurs.

La construction de ces bases de données constitue le nerf de l'activité de ces organismes. Elles leur assurent la crédibilité de la notation délivrée et leur propre réputation. Dans cette perspective, la capacité d'accumuler des séries historiques de données extra-financières constituera progressivement une vraie barrière pour les nouveaux acteurs de ce marché. Les méthodes de collecte d'informations et les sources utilisées varient peu d'un organisme à l'autre : soit l'organisme établit une relation directe avec l'entreprise, soit elle a recours à d'autres sources d'information émanant de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise. La consultation de l'entreprise s'effectue couramment par l'envoi d'un questionnaire qui aborde précisément les critères et les indicateurs utilisés pour la notation, complété par des relations directes ponctuelles ou régulières avec les entreprises. Au-delà du questionnaire, les analystes de ces organismes consultent largement les publications légales de l'entreprise. Pour vérifier au mieux ces informations, les organismes multiplient leurs sources. Certains consultent largement les médias et certaines parties prenantes de l'entreprise (les ONG, les syndicats, les pouvoirs publics...).

Tableau n°2
La collecte des informations extra-financières

	Vigeo	Eiris	Innovest	SAM	KLD
Documents publics	✓	✓	✓	✓	✓
Base de données	✓	✓	✓	✓	✓
Questionnaires entreprises		✓	✓	✓	✓
Entretiens entreprises	✓	○	✓	○	○
Visites de sites	○		○	○	
Questionnaires parties prenantes	○			○	✓
Entretiens parties prenantes		○	○	○	○

○ : occasionnellement.
 Source : ORSE.



Cette première étape de la notation requiert nécessairement une taille conséquente des organismes de notation. Aujourd'hui, pour remédier à leur insuffisance de moyens financiers et humains et étendre leur univers d'analyse, certaines agences développent des solutions intermédiaires. Plusieurs réseaux internationaux d'organismes se sont ainsi constitués ces dernières années dans l'objectif de partager leurs bases de données. Le réseau de partenaires le plus important, SiRi Company, rassemble 11 agences et couvre plus de 4 000 entreprises. Le réseau European Corporate Governance Service (ECGS) spécialisé sur les questions de gouvernement d'entreprise réunit 8 organismes indépendants.

Après la collecte intervient le traitement de l'information. En la matière, les méthodologies de traitement divergent sensiblement d'un organisme à l'autre, notamment sur deux aspects : l'approche de cette analyse et les critères d'évaluation retenus. Si certains acteurs communiquent de simples typologies d'entreprises réunissant des informations extra-financières brutes, pour d'autres organismes, l'analyse extra-financière évalue la manière dont l'entreprise cherche à s'organiser, à gérer ses ressources et à optimiser ses processus dans les domaines sociaux, environnementaux et de gouvernance afin de satisfaire, non seulement ses objectifs économiques, mais aussi de répondre aux besoins de ses parties prenantes. D'autres organismes mesurent l'exposition de l'entreprise aux risques sociaux et environnementaux et la capacité de ses dirigeants à réduire cette exposition. Ils cherchent à traduire les risques extra-financiers dans des termes financiers.

L'analyse extra-financière se fonde sur une grille de critères définis à partir de référentiels et de normes. La majorité des acteurs retient les référentiels qui ont recueilli le plus large consensus sur les enjeux de la responsabilité sociale des entreprises. Il s'agit des normes développées par les grandes organisations internationales telles que les normes des droits de l'homme et du travail et toutes autres conventions, principes et recommandations émis à l'attention des entreprises. À partir de ce référentiel légitimé, sont généralement retenus les domaines des ressources humaines, des relations avec les clients et les fournisseurs, de l'environnement, du gouvernement d'entreprise et des relations avec la société civile. Les critères appliqués par les agences peuvent aussi provenir de référentiels culturels sur lesquels se définissent certains critères d'exclusion.

Pour évaluer les entreprises, la majorité des organismes adopte la méthode du *scoring*. Cette méthode statistique permet d'analyser la situation de l'entreprise sur la base d'une série de critères pondérés selon leur degré d'importance. L'objectif est d'obtenir une note globale qui positionne l'entreprise sur une échelle de notation en comparaison

des entreprises de son secteur. D'autres organismes appliquent une méthodologie de sélection positive ou négative qui consiste à inclure ou exclure des entreprises selon qu'elles répondent ou non à des critères extra-financiers définis. Enfin, un nombre limité de ces organismes rend compte de la situation de l'entreprise en produisant des scénarios d'évaluation. Cette méthode consiste à construire un scénario d'évolution de l'entreprise par rapport à une série d'hypothèses micro et macroéconomiques. L'objectif est de voir dans quelle mesure l'entreprise serait affectée en termes de coûts, de rentabilité et de ressources.

Les expériences et les compétences des analystes sont un facteur fondamental de la qualité de la recherche et de l'analyse de l'organisme et, par conséquent, de sa réputation. La majorité des agences privilégie davantage des profils spécialisés sur un domaine de l'analyse extra-financière. Les compétences financières (CFA ou SFAPP) restent minoritaires. En termes d'expérience professionnelle, les analystes proviennent également davantage de grandes entreprises, de l'activité de conseil et d'audit que de l'analyse financière. Une seule agence, Innovest, déclare donner une large place aux formations et expériences financières. Au-delà de ses compétences internes, la majorité des agences a, par ailleurs, recours à des expertises spécialisées externes.

Tableau n°3
Les formations et les expériences des analystes des agences d'analyse extra-financière⁹

		Vigeo	Eiris	Innovest	SAM	KLD
Formation	Économie/Finance	10-25 %	0 %	25-50 %	10-25 %	20 %
	Environnement	10-25 %	10-25 %	25-50 %	25-50 %	0 %
	Social	25-50 %	50-75 %	10-25 %	10-25 %	0 %
	Autres	10-25 %	0 %	0 %	0-10 %	40 %
Expériences professionnelles précédentes	Entreprises	50-75 %	0-10 %	10-25 %	25-50 %	0 %
	Conseil et audit	10-25 %	0-10 %	10-25 %	0 %	0 %
	Analyse financière	10-25 %	0-10 %	25-50 %	10-25 %	10 %
	ONG	10-25 %	25-50 %	0-10 %	0 %	20 %
	Autres	10-25 %	0 %	10-25 %	0-10 %	70 %

Source : ORSE.

Après quelques années d'exercice, la pratique de la notation reste toutefois fragile quant à sa robustesse méthodologique et son efficacité de mesure. Pour pouvoir effectivement fournir aux investisseurs un instrument de mesure des risques extra-financiers des entreprises dans



lesquels ils investissent, ces agences devront être capables d'améliorer leurs processus sur deux domaines :

- un premier enjeu est clairement l'intérêt d'une plus grande harmonisation des grilles et des échelles de notation. Celle-ci, rendue aujourd'hui difficile en raison de la cohabitation de nombreux référentiels d'analyse extra-financière, permettrait aux clients une utilisation de ces notations plus aisée. Il conviendrait alors que les critères extra-financiers les plus pertinents fassent consensus sur ce marché de la notation extra-financière et plus largement sur le marché de la gestion d'actifs. Les critères qui ont trait à la gouvernance des entreprises pourraient typiquement entrer dans ce cas de figure tandis que d'autres critères resteraient utilisés à l'appréciation de chaque investisseur. Il n'en demeure pas moins que si la convergence des grilles d'analyse des agences est souhaitée par un certain nombre d'entreprises et d'investisseurs ; une pluralité des approches ISR des investisseurs doit perdurer ;

- une seconde critique porte sur le manque de caractère dynamique et prévisionnel de cette notation extra-financière. Dans la perspective où l'investissement socialement responsable se positionne dans une dimension de long terme, la question fondamentale n'est pas de savoir si ces analyses ou ces notations extra-financières reflètent, à un moment donné, les performances de l'entreprise face à ses risques sociaux et environnementaux, mais plutôt si ces mêmes notations ont un caractère prospectif. Le succès de la notation financière réside dans son fort caractère prédictif, celle-ci indiquant le pourcentage de chance qu'un émetteur, noté à l'origine à un certain niveau, fasse défaut à un horizon de temps défini. La question de la capacité de prévision de la notation extra-financière pose celle de la sophistication de l'information attendue par les clients investisseurs : souhaitent-ils obtenir des agences d'analyse extra-financière des données brutes ou des données financières et extra-financières sophistiquées nécessitant de la part de ces agences un travail bien plus approfondi ? Dans une perspective où la demande des investisseurs se confirmerait pour des données sophistiquées, les organismes devront alors être en mesure d'offrir une information synthétique qui réponde à leurs besoins de couverture de risques extra-financiers.

EN QUÊTE DE NOUVEAUX MODÈLES ÉCONOMIQUES

Depuis son émergence, le marché de la notation extra-financière se développe par accroissement du nombre des acteurs. Cela crée une situation très concurrentielle qui, malgré des premières opérations de rapprochement à noter en Europe (rachat d'Ethibel par Vigeo et de CoreRatings par Innovest), tranche avec le marché de la notation financière dont la structure oligopolistique accroît l'influence sur le

marché international des capitaux. L'évolution des attentes des investisseurs via la croissance de l'ISR est à l'origine de l'essor de ce nouveau marché de la notation. Mais elle ne semble pas, notamment en Europe, permettre d'assurer pour le moment des ressources économiques suffisantes pour fournir aux agences la rentabilité et l'indépendance de leur notation, en témoigne leur tentative de diversifier et d'élargir leurs sources effectives de revenus.

Pour pouvoir effectivement influencer le fonctionnement du marché des capitaux, les organismes de notation extra-financière devront être capables d'inscrire leur fonctionnement dans des modèles économiques plus robustes. Ces modèles économiques doivent réunir deux types de conditions :

- au plan quantitatif, les agences doivent être en mesure de drainer suffisamment de ressources économiques pour financer la mise en place de réelles capacités de traitement de l'information. Quelques chiffres donnent une idée de la dimension des enjeux : pour réaliser ses notations financières, une agence comme Moody's utilise les services de plus de 2 500 personnes dont 1 000 analystes répartis dans 20 pays dans le monde. Son chiffre d'affaires annuel en 2004 atteint 1,4 Md\$. Un calcul approximatif suggère que ce sont là des ordres de grandeur près de 100 fois supérieurs à ceux des moyens mobilisés par la totalité des agences de notation extra-financière recensées dans l'étude de l'ORSE ;

15

Tableau n°4
Ressources et productivité des organismes d'analyse
extra-financière

	Nombre d'analystes à temps plein	Nombre d'entreprises analysées/an	Temps moyen d'analyse
Vigeo	16	460	7,2 jours
Eiris	18	2 800	NC
Innovest	33	1 700	3 à 4 jours
SAM	20	1 000	1/2 jour à une semaine
KLD	20	4 000	NC

Source : ORSE.

- au plan qualitatif, les voies choisies pour élargir les moyens de la notation extra-financière doivent permettre d'assurer l'indépendance de la notation. Ceci pose en premier lieu la question de l'indépendance des notations fournies par des sociétés engagées par ailleurs sur d'autres métiers. Une partie de la notation extra-financière est, en effet, produite par des entreprises pratiquant d'autres activités proches du conseil ou de la gestion d'actifs. Il y a ici un risque de conflits d'intérêts, une même



entité pouvant difficilement être à la fois juge et partie. La recherche de diversification des sources de financement, notamment par adjonction d'activités de conseil aux émetteurs à celle de notation, pose le même genre de difficulté.

La recherche de modèles économiques viables et rentables est un trait commun aux activités pratiquées sur un nouveau marché. En matière de notation extra-financière, elle passera par une concentration du marché qui n'est pratiquement pas amorcée. Elle prendra du temps et dépendra, à l'avenir, de la façon dont toute la chaîne de traitement de l'information sur les marchés financiers intégrera ou non l'information d'origine extra-financière.

De l'expérience de la notation financière, on peut retirer deux leçons pour les agences de notation extra-financière. La première est que seule une concentration du secteur permettra aux acteurs d'accéder à une taille minimale indispensable pour assurer une activité de recueil et de traitement de l'information fiable et reconnue. La diversification des sources de financement par les acteurs constitue un moyen complémentaire, mais pose d'évidentes questions de conflits d'intérêts entre les équipes d'analystes réalisant des notations pour le compte des investisseurs et celles opérant pour des clients externes.

La seconde leçon est sans doute la plus déterminante pour le long terme. La consolidation de l'activité de notation financière est réellement intervenue lorsqu'elle est apparue comme un élément incontournable du traitement de la chaîne d'information rattachant les émetteurs aux investisseurs finaux. Or, malgré la croissance de l'ISR, la notation extra-financière ne joue pas pour le moment un tel rôle : l'ISR et ses critères ne concernent quasiment que le marché secondaire des actions. À la différence de la notation financière, la notation extra-financière n'est donc pas vraiment encore exploitée sur le marché primaire des émissions, celui qui agit le plus directement, *via* l'apport des moyens de financement, sur le fonctionnement de l'économie réelle. Le poids de la notation extra-financière est donc tributaire du rôle que jouera demain l'ISR sur le marché des capitaux.

CES ACTEURS RÉPONDENT-ILS À LA DEMANDE DES INVESTISSEURS ?

En France, le secteur de l'analyse extra-financière s'est formellement structuré autour du développement d'une offre de fonds ISR déployée par les sociétés de gestion avant même que la demande des investisseurs particuliers ou institutionnels finaux désireux de s'engager dans des pratiques d'investissement socialement responsable soit solidement affirmée. Sur la notation déclarative ou indépendante, les premiers



clients des agences d'analyse extra-financière ont été, et restent donc, dans une grande mesure, les sociétés de gestion. Ces dernières ont développé progressivement des compétences internes sur le champ de l'analyse extra-financière par le biais de la création de postes d'analyste ISR *buy-side*. Après une première phase de construction des fondements de cette analyse extra-financière, entre 1997 et 2002, par ces deux grandes catégories d'acteurs, l'implication accrue des sociétés de courtage, d'une part, et des grands investisseurs institutionnels, d'autre part, pourrait faire évoluer la situation.

Les sociétés de courtage, intermédiaires traditionnels des sociétés de gestion, commencent à s'emparer et se positionner sur l'analyse et le traitement de cette information. Si aujourd'hui, il n'est pas vraiment réaliste de parler de concurrence frontale car les sociétés de courtage ne sont pas en mesure d'assumer le recueil et le traitement brut de l'information extra-financière, il pourrait se profiler à terme un enjeu sur l'identification des acteurs les plus à même de fournir une analyse de cette information conforme aux attentes des investisseurs. Les équipes d'analystes *sell-side*, par leur connaissance des entreprises et des marchés financiers, auraient, pour certains acteurs, un véritable avantage sur l'intégration pertinente des informations extra-financières dans les modèles classiques d'attribution de la performance financière. Les agences d'analyse et de notation extra-financière pourraient donc dans ce scénario se tourner plus explicitement vers une fonction de fournisseurs d'informations extra-financières brutes dont le statut d'expert de la recherche extra-financière pourrait être redéfini.

Ce mouvement pourrait être renforcé à terme si l'internalisation de la recherche extra-financière dans les sociétés de gestion se massifiait et se concentrait, plus qu'aujourd'hui, sur une analyse prospective de l'impact des risques extra-financiers sur la performance financière à moyen et long terme.

Simultanément, les investisseurs institutionnels finaux commencent, à l'image du Fonds de réserve pour les retraites (FRR), à s'emparer et à s'approprier la thématique et les pratiques de l'ISR dans le cadre d'une réflexion approfondie sur leur responsabilité générale d'investisseur. Si certains institutionnels, comme le FRR, font le choix de travailler avec les sociétés de gestion impliquées dans l'ISR pour déployer leur démarche ISR, d'autres, en vertu de référentiels très précis construits en interne sur les questions sociales et environnementales et positionnés sur une gestion interne de leurs actifs, pourraient, à l'avenir, passer directement par ces agences d'analyse extra-financière pour construire leur référentiel et obtenir l'information extra-financière adéquate.



L'entrée et l'implication progressive de nouveaux acteurs dans le champ de l'ISR contribuent indubitablement à sa diffusion à une plus grande échelle dans la gestion financière. Néanmoins, ce mouvement n'est pas sans conséquences pour ces acteurs premiers du traitement de ces informations extra-financières. Les agences de notation spécialisées, pour rester incontournables et compétitives, devront à l'avenir assurément répondre aux nouvelles attentes de leurs clients et ainsi explorer de nouvelles voies d'exploitation des données sociales et environnementales recueillies auprès des entreprises.

Activités naissantes, l'analyse et la notation extra-financière sont dans une phase de recherche qui s'applique aussi bien aux volets méthodologiques qu'aux modèles économiques à trouver. Aujourd'hui, la notation extra-financière joue essentiellement un rôle de labellisation auprès des entreprises et des investisseurs. Contrairement à la notation financière, elle n'influence pas aujourd'hui le coût du capital, ce qui limite considérablement son impact sur le fonctionnement des marchés financiers et le comportement des émetteurs. Finalement, ces agences ont initié trois dynamiques majeures : une intégration croissante de critères extra-financiers dans le processus de décision d'investissement d'actifs, une amélioration de la connaissance des entreprises qu'ont les investisseurs et une contribution à une meilleure connaissance des entreprises d'elles-mêmes. Grâce à l'amélioration du traitement de l'information non financière, ces nouveaux acteurs participent à l'introduction de nouvelles dimensions qui pourraient demain jouer un rôle significatif sur les marchés financiers.



NOTES

1. ORSE (2005), « Guide des organismes d'analyse sociétale et environnementale », en partenariat avec l'ADEME.
2. BMJ Ratings réalise pour le compte des investisseurs des analyses extra-financières des collectivités locales. L'analyse extra-financière des entreprises s'effectue à la demande directe des entreprises sous forme d'audit.
3. *L'Association for Independent Corporate Sustainability and Responsibility Research* réunit les organismes : Avanzi SRI Research, Centre Info SA, CFIE, DSR, FED, EIRIS, Ethifinance, GES Investment Services, IMUG, Oekom Research, PIRC, Scoris, SERM, SiRi Company.
4. Deminor International a cédé, le 25 mai 2005, son activité d'évaluation du gouvernement d'entreprise Deminor Ratings au leader mondial dans le domaine, Institutional Shareholder Services.
5. Les agences belges et françaises ont fusionné, le 16 juin 2005, pour donner naissance au Groupe Vigeo.
6. BMJ Ratings réalise pour le compte des investisseurs des analyses extra-financières des collectivités locales sur le marché européen francophone. L'analyse extra-financière des entreprises s'effectue à la demande directe des entreprises.
7. Ethifinance a été créé en mars 2004 en reprenant les activités de l'Observatoire de l'Éthique (ODE).
8. Les activités de notation extra-financière réalisées pour le compte d'investisseurs de CoreRatings ont été cédées le 18 octobre 2005 à l'agence Innovest.
9. Le questionnaire de l'ORSE proposait aux organismes de définir les caractéristiques des profils de leurs analystes selon l'échelle suivante : 0-10 %, 10-25 %, 25-50 %, 50-75 % et 75-100 %.

BIBLIOGRAPHIE

- ALBEROLA E. (2005), « Informations extra-financières et marchés de capitaux : enjeux et perspectives pour les entreprises », Étude n° 62, Club Finance Internationale HEC.
- ALBEROLA E et DE PERTHUIS C (2005), « Les agences de notation sociétale : quel impact réel ? », *Sociétal*, n° 50.
- DE BRITO C. et AL (2005), *L'investissement socialement responsable*, Éditions Économica.
- GERST C. et GROVEN D. (2004), *To B or not to B, le pouvoir des agences de notation en question*, Village Mondial.
- GIAMPORCARO-SAUNIÈRE S. (2004), « L'investissement socialement responsable, un outil au service d'une consommation politique », *Sciences et Sociétés*, n° 62, Editions PUM.
- GIAMPORCARO-SAUNIÈRE S. (2004), « Le pouvoir est au bout de l'action », *Alternatives Internationales*.
- GIAMPORCARO-SAUNIÈRE S. (2006), *Le marché français de l'ISR : entre l'offre et la demande*, Thèse de doctorat sous la direction de Monsieur Dominique Desjeux, CERLIS ; à paraître.
- KINDER (2004), *Values and Money, a research practitioner's perspective on Values for Money*, KLD Research and Analytics.
- MISTRA (2004), *Values for Money, Reviewing the quality of SRI Research*, janvier 2004.
- ORSE (2005), *Guide des organismes d'analyse sociétale*, ADEME, ORSE.
- ORSE (2005), « La notation extra-financière : évolutions et perspectives », Rapport de Groupe de travail.
- DE PERTHUIS C. et PETIT J.P. (2005), *La Finance Autrement*, Dalloz.

