

Agences de notation ESG entre convergence des objectifs et divergence des notations : une étude exploratoire

ESG rating agencies between convergence of objectives and divergence of ratings: an exploratory study

TAJI Hanaa

Doctorante

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion

Université Ibn Zohr, Maroc.

Laboratoire de recherche en Entrepreneuriat, Finance et Audit

hanaa.taji@gmail.com

RADI Bouchra

Enseignante chercheuse

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion

Université Ibn Zohr, Maroc.

Laboratoire de recherche en Entrepreneuriat, Finance et Audit

radi.bouchra@gmail.com

Date de soumission : 13/08/2021

Date d'acceptation : 29/09/2021

Pour citer cet article :

Taji. H & Radi, B(2021) «Agences de notation ESG entre convergence des objectifs et divergence des notations : une étude exploratoire», Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit «Volume 5 : Numéro 3» pp : 392 - 411.

Résumé

Les agences de notation ESG occupent une place centrale dans le marché de l'ISR. Les notes attribuées aux entreprises influencent considérablement le choix des investisseurs soucieux des enjeux environnementaux. Cependant ces scores ESG peuvent s'avérer différents et parfois contradictoires, laissant une grande incertitude aux investisseurs quant au choix des investissements conformes à leurs exigences éthiques.

Les scores ESG varient considérablement selon les agences de notations ESG, vu que chaque fournisseur dispose de sa propre méthodologie de notation. Les investisseurs doivent donc s'assurer que l'approche adoptée par ces agences soit cohérente avec leurs convictions éthiques ou ils risquent de construire des portefeuilles qui ne s'alignent pas réellement avec leurs critères personnels.

Cet article a pour objectif d'analyser et de comparer les méthodologies de notation adoptées par les principales agences de notation extra-financière et d'identifier les facteurs susceptibles d'influencer leur notation.

Les résultats de notre étude qualitative exploratoire, montrent que les notes attribuées par les grandes agences de notations ESG aux neuf multinationales, objet de notre travail, ne sont ni commensurables ni totalement fiables. Vu cette dissemblance des scores ESG, la notation crée une difficulté non négligeable pour l'investisseur socialement responsable et influence négativement le comportement éthique de la société notée elle-même.

Mots clés : Investisseurs ; ISR ; Notation ESG ; Agences de notation extra-financière ; critères ESG.

Abstract

ESG rating agencies have a central place in the SRI market. The ratings given to companies significantly influence the choice of investors concerned with environmental issues. However, these ESG scores can turn out to be different and sometimes contradictory, leaving investors with great uncertainty as to the choice of investments conform to their ethical requirements.

ESG scores vary considerably between ESG rating agencies, as each supplier has its own rating methodology. Investors must therefore ensure that the approach adopted by these agencies is consistent with their ethical convictions or they risk building portfolios that do not really align with their personal criteria.

The objective of this article is to analyze and compare the rating methodologies adopted by the main non-financial rating agencies and to identify the factors likely to influence their rating.

The results of our exploratory qualitative study show that the ratings assigned by the major ESG rating agencies to the nine multinationals, the subject of our work, are neither commensurable nor totally reliable. Given this dissimilarity of ESG scores, the rating creates a significant difficulty for the socially responsible investor and negatively influences the ethical behavior of the rated company itself.

Keywords: Investors; SRI; ESG rating; Extra-financial rating agencies; ESG criteria.

Introduction

Au cours des deux dernières décennies, l'investissement socialement responsable (ISR) a suscité l'intérêt de nombreux investisseurs, et la tendance ne cesse de croître. Au début de 2020, les actifs sous gestion américains qui intègrent des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ont atteint 17,1 billions de dollars, soit une croissance de 42 % par rapport au début de 2018. En France, après avoir progressé de 40 % en 2018, les encours de l'investissement responsable ont poursuivi leur essor pour atteindre 1 860 milliards d'euros gérés en France à fin 2019 (contre 1 458 milliards € fin 2018), selon les statistiques de l'AFG¹ publiées en collaboration avec le FIR². A l'échelle mondiale, la valeur des actifs engagés dans des stratégies d'investissement ESG dépasse 17 000 milliards \$USD (OCDE, 2020).

L'investissement influencé par des considérations éthiques n'est pas un nouveau concept. Dans les années 60, furent créés les premiers fonds ISR, l'« Aktie Ansvar Myrberg », en Suède, le « Friends Provident Stewardship », au Royaume-Unie et le « Pax Fund » aux États-Unis (Sparkes, 2001).

Pour Cowton et Sparkes (2004), l'ISR n'a pas pour objectif d'assainir le marché boursier, mais plutôt de promouvoir un investissement combinant des critères éthiques ou environnementaux avec ceux traditionnellement considérés, c'est-à-dire financiers.

Le marché de l'ISR regroupe plusieurs acteurs dans lequel les agences de notation ESG occupent une place centrale. Ces agences fournissent aux investisseurs particuliers et surtout institutionnels (les sociétés de gestion de portefeuilles, les sociétés d'investissement pour le compte d'investisseurs institutionnels ou de particuliers, les fonds de pension et les compagnies d'assurance, etc.), une évaluation des pratiques environnementales, sociales et de gouvernance des sociétés.

Vu que de plus en plus d'investisseurs ont pris conscience des impacts sociaux et environnementaux que les entreprises peuvent avoir sur la société. Et par conséquent, les sommes phénoménales investies dans ce marché et le rôle prépondérant des agences de notation ESG, la problématique à traiter dans cet article est :

¹ AFG : Association Française de la Gestion financière

² FIR : Forum pour l'Investissement Responsable

Dans quelle mesure les agences de notation ESG ont-elles développé une notation extra-financière fiable et facilement comparable pour les investisseurs ?

Pour répondre à notre problématique, nous allons dans un premier temps, nous intéresser aux cadres conceptuel et théorique de notre recherche, en abordant la notion de notation ESG, exposant les principales agences notation ESG, leurs approches de notation tout en passant en revue les principaux travaux y relatifs. Dans un second temps, nous consacrons la partie empirique de notre recherche à la présentation de la méthodologie de recherche adoptée et les résultats de notre étude.

1. Cadre conceptuel et revue de littérature

Nous nous intéressons dans cette section au concept de notation ESG, aux méthodologies de notation des principales agences internationales et l'ancrage théorique de notre problématique.

1.1. Notation ESG

La communauté financière utilise le sigle international ESG pour désigner les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance qui constituent généralement les trois piliers de l'investissement socialement responsable (Broma, 2019).

La notation ESG consiste à évaluer les sociétés sur la base des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. Il s'agit d'une notation extra-financière qui permet d'évaluer les politiques ESG des entreprises et d'établir une notation afin de comparer les pratiques ESG des sociétés cotées ou non cotées (Degos, et al., 2016).

Cette notation, attribuée par des agences de notation ESG, peut être déclenchée suite à la demande directe du requérant, des investisseurs, des gestionnaires des actifs et des fonds et cette notation est dite sollicitée; ou élaborée sur la base d'une évaluation indépendante et il s'agit dans ce cas d'une notation déclarative (Standard Ethics Rating, 2015).

La notation ESG est reconnue comme un outil important pour les institutions financières, les gestionnaires d'actifs, les investisseurs institutionnels et les autres parties prenantes pour une évaluation et une mesure plus approfondie des réalisations ESG de l'entreprise au fil du temps (Huber, et al., 2017).

Nous commençons par la présentation des principales agences de notation et exposons par la suite les différents domaines de cette notation et les critères utilisés.

1.2 Agences de notation ESG

A la différence des agences de notation financière qui évaluent le risque de défaut des émetteurs d'emprunts ou de dettes financières, les agences de notation ESG ou extra-financière sont une nouvelle génération d'agences spécialisées dans l'évaluation qualitative des sociétés sur la base de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.

Les agences de notation ESG, qui ont fait leur apparition en 1980, ont pour mission de récolter et de traiter les indicateurs extra-financières des entreprises dans l'objectif d'aider les investisseurs à distinguer les compagnies en fonction de leur comportement éthiques (ISR) (Dussarrat, 2014).

Elles ont émergé en réponse aux demandes des investisseurs socialement responsables qui exigent des informations sociales et environnementales des entreprises (Escrig-Olmedo, et al., 2019).

Ces agences de notation des performances ESG, externes et indépendantes, permettent aux investisseurs d'identifier les risques et opportunités qui ne peuvent pas être saisis par une simple analyse financière traditionnelle.

Une grande majorité des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs, des institutions financières et autres parties prenantes s'appuient de plus en plus sur ces rapports de notation pour évaluer et classer les entreprises en matière de performance ESG (Huber, et al., 2017).

Le tableau N°1 ci-après expose une vue d'ensemble des principales agences de notation ESG en traçant leur évolution historique.

Tableau N°1 : Principales agences de notation ESG

Agence	Présentation et faits marquants
MSCI Morgan Stanley Capital International	1969 Création de MSCI suite à l'absorption de plusieurs fournisseurs de recherche ESG. Juin 2004 Acquisition de Barra un fournisseur d'outils d'analyse du risque du portefeuille. Juin 2010 Acquisition de RiskMetrics un fournisseur de produits et services de gestion des risques et de gouvernance. Janvier 2013 Acquisition d'Investor Force l'un des principaux fournisseurs de compte rendu de performance destiné à la communauté des investisseurs institutionnels. Octobre 2015 Acquisition d'Insignis un fournisseur de collecte, de regroupement et de gestion automatisés quotidiens de données financières.
Vigeo- Eiris	1983 Création à Londres d'EIRIS (Ethical Investment Research Services) par un groupe d'églises et d'ONG pour le financement d'organismes de recherche d'investissement responsable. 2002 Création de Vigeo sous la loi française. 2003 Acquisition d'ARESE agence de notation en ISR. 2005 Acquisition du belge Stock At Stake, devenu Vigeo Belgium. 2006 Acquisition de l'italien Avenzi SRI Research, devenu Vigeo Italy. 2015 Fusion d'EIRIS et Vigeo pour créer Vigeo-EIRIS. Avril 2019 Acquisition de Vigeo Eiris par l'agence de notation américaine Moody's.
Sustainalytics	1992 Création de Jantzi Research. 2000 Création de SIRI (Sustainable Investment Research International) avec Scoris (Allemagne). 2005 AIS (Analistas Internacionales en Sostenibilidad) adhère à SIRI en tant que partenaire de recherche. 2009 Création de Sustainalytics après dissolution de SIRI ³. 2017 Rachat par Morningstar. 2019 Acquisition de GES International fournisseur de données aux investisseurs institutionnels.

³ Entre 2000 et 2008, SIRI Company (Suisse), était un regroupement d'agences locales dont notamment CAER (Australie), Centre Info (Suisse), DSR (Pays-Bas) et KLD (États-Unis). Ce réseau permettait une diffusion globale de la recherche effectuée par chaque institution sur son marché local grâce à un outil et une méthodologie communs.

ISS- Oekom	1985 Création d'Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) à Londres. 1993 Création d'Oekom research AG dans le but spécifique de développer des évaluations environnementales à Munich. 2015 Rachat d'Ethix SRI Advisors. 2017 Rachat de South Pole. 2018 Rachat d' Oekom par ISS qui devient ISS-Oekom.
-------------------	--

Source : Elaboration des auteures à partir de la documentation des agences de notation

Ce tableau résume les principaux faits marquants des quatre principales agences de notation ESG, choisies sur la base de leur importance actuelle à l'échelle internationale et en fonction de la disponibilité de données.

Nous constatons que la plupart de ces agences sont le fruit de fusions, acquisitions ou rapprochements entre des acteurs historiques de notation ESG. Ces différentes opérations de restructuration rend la structure du marché de la notation extra-financière proche de celui de notation financière fortement concentrée avec trois acteurs dominant le marché mondial, Standards & Poors, Moody's et Fitch (Deh & Sall, 2021). Le tableau N°2 ci-après reprend les principales opérations de fusions et acquisitions sur le marché de la fourniture de données ESG depuis 2009.

Tableau N° 2 : Restructuration du marché de la fourniture de données ESG

Année	Mois	Cible	Acheteur
2009	Février	Innovest	Riskmetrics
	Septembre	Fusion Sustainalytics et Jantzi Research Inc.	-
	Novembre	Asset 4 KLD	Thomson Reuters Riskmetrics
	Décembre	New Energy Finance	Bloomberg
2010	Mars	Riskmetrics	MSCI
2012	Juin	Responsible Research	Sustainalytics
2014	Juin	GMI Rating	MSCI
	Juillet	zRating	Inrate
2015	Septembre	Ethix SRI Advisors ESG Analytics	ISS Sustainalytics
	Octobre	Fusion Vigeo et Eiris	-
2016	Octobre	Trucost	S&P Global
2017	Juin	South Pole/ Investment Climate Data Division	ISS
	Juillet	Sustainalytics - acquisition de 40 % du capital	Morningstar
2018	Mars	Oekom Solaron	ISS Sustainalytics
2019	Janvier	GES International	Sustainalytics
	Mars	Vigeo-Eiris	Moody's Corp
	Juin	Beyond Ratings	London Stock Exchange
	Juillet	Four Twenty Seven	Moody's Corp
	Août	Refinitiv (ex Thomson Reuters)	London Stock Exchange
	Septembre	Carbon Delta	MSCI
	Octobre	Ethical Corp	Thomson Reuters
	Novembre	Robecosam AG-ESG Ratings Business	S&P Global
2020	Janvier	Ecovadis - Prise de participation minoritaire	CVC Growth Partners
	Avril	Sustainalytics - acquisition de 100% du capital	Morningstar
	Octobre	TrueValueLab	Factset
	Novembre	ISS Fusion IHS Markit / S&P Global	Deutsche Börse

Le marché de la notation ESG a connu un fort mouvement de concentration aboutissant à sa restructuration autour de deux acteurs principaux :

- Des diffuseurs des données du marché : il s'agit des des rediffuseurs de données financières généralistes (Bloomberg, Refinitiv), des producteurs d'indices (MSCI) et des bourses de valeurs (London Stock Exchange, Deutsche Börse).
- Des agences de notation financière : qui commence à intégrer des critères ESG dans leurs analyses et notation de crédit des émetteurs (Demartini, *ibid*)

Après cette brève présentation des principales agences de notation ESG et des intervenants sur ce marché, nous nous intéressons, par la suite, aux modalités et critères de notation.

1.3 Critères ESG

La notation extra-financière évalue les entreprises selon trois dimensions : environnementale, sociale et de gouvernance, qui sont déclinées en une multitude de critères.

1.3.1 Critères environnementaux

Ce facteur vise à mesurer l'impact direct ou indirect de l'activité de l'entreprise sur l'environnement. Ce pilier comprend toutes les problématiques liées à l'impact des activités d'une entreprise sur la nature et la génération de risques tels que le changement climatique, la pollution, les déchets ou la déforestation.

Parmi les critères utilisés, nous pouvons citer le niveau d'émissions de carbone, le développement des énergies renouvelables, le degré d'efficacité énergétique, une consommation responsable de l'eau, etc. (JP. Morgan, 2016). L'importance de ces critères varie d'une entreprise à une autre et d'un secteur à un autre.

1.2.3 Critères sociaux

Les variables qui composent le facteur social évaluent l'impact direct ou indirect produit par l'activité commerciale sur les ressources humaines, les consommateurs, les employés, les groupes d'intérêt, les communautés locales et la société en général (JP Morgan, *ibid*). Ce facteur social prend également en compte des dimensions plus globales, telles que le respect des droits de l'homme et des normes internationales du travail, l'interdiction du travail des enfants ou le risque politique dans les marchés et pays en difficulté, etc.

En outre, ce pilier social comprend la prévention contre les accidents du travail, la formation des ressources humaines, le respect du droit de travail et droit syndical. Il évalue le taux de représentation hommes/femmes, la proportion du personnel issue des minorités ou encore l'emploi de personnes à besoins spéciaux (MSCI, 2021).

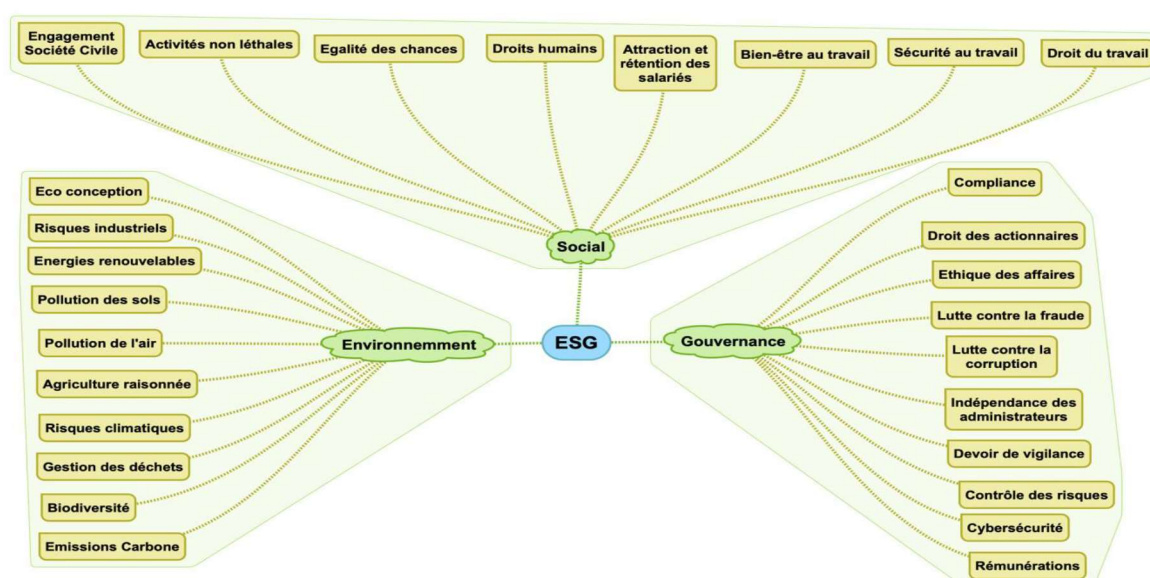
1.3.3 Critères de gouvernance de l'entreprise

Les critères de « gouvernance » renvoient à la réglementation, aux processus, aux lois et aux institutions avec lesquelles une entreprise est gérée. Cela inclut la relation entre les actionnaires et les administrateurs ou le comité de pilotage (Morningstar, 2021). Ces facteurs comprennent : l'équilibre des pouvoirs entre ces deux groupes, ou l'éthique des affaires contre les pratiques frauduleuses et anticoncurrentielles, ainsi que les règles statutaires sur la prise de décision (vote cumulatif ou majoritaire) et la catégorie des actions (ordinaire ou à dividende prioritaire), etc.

Ce pilier prend en considération l'indépendance du conseil d'administration et de surveillance, la présence et l'indépendance du comité d'audit et de commissariat aux comptes, la transparence dans la rémunération des dirigeants, etc. (Morningstar, *ibid*).

La figure N°1 ci-après résume les différents critères utilisés relatifs aux trois dimensions : environnementale, sociale et de gouvernance:

Figure N°1 : Dimensions ESG de la notation



Source : EPGE (2019)

Nous constatons que les critères d'évaluation touchent à plusieurs domaines allant de la consommation d'énergie, émissions de gaz à effet de serre (environnement) aux critères de bonne gouvernance (lutte contre la corruption, éthiques des affaires, etc.) et au respect des normes sociales (égalité des chances, normes de l'organisation internationale du travail, etc.).

1.4. Méthodologie de notation

Les critères d'évaluation des agences de notation ESG ne sont pas standardisés, en raison de l'absence d'un référentiel de notation commun. Chaque agence a sa propre méthodologie de notation présentée dans le tableau N°3 ci-après :

Tableau N°3 : Système de notation des principales agences de notation

KLD (MSCI)	Vigeo- Eiris (Moody's)
de "AAA" à "CCC" 87 indicateurs relatifs à dix thèmes : - changement climatique, - ressources naturelles, pollution / déchets, - opportunités environnementales, - capital humain, - la responsabilité des produits, - opposition des parties prenantes, - opportunités sociales, - gouvernance d'entreprise, - comportement des entreprises.	de "--" à "++" 38 critères dans six domaines d'analyse : - ressources humaines, droits de l'homme sur le lieu de travail, - environnement, - comportement des entreprises, - gouvernance d'entreprise, - implication de la communauté.
Sustainalytics (Morningstar)	ISS- Oekom
de "0" à "100" Couvre 163 indicateurs dans les catégories : E- opérations électroniques, chaîne d'approvisionnement, produits et services ; S- employés, clients et communauté et philanthropie ; G- éthique des affaires, gouvernance d'entreprise et politique publique.	de "A+" à "D-" 100 critères dans 3 catégories : - social : égalité des chances, liberté d'association, santé et sécurité, droits de l'homme, responsabilité produit, impact social du portefeuille de produits, gestion de la chaîne d'approvisionnement, taxes. - environnement : stratégie sur le changement climatique, éco-efficacité, gestion de l'énergie, impact environnemental du portefeuille de produits, gestion de l'environnement, risque et impact de l'eau - gouvernance : éthique des affaires, conformité, indépendance du conseil d'administration, rémunération, démocratie actionnariale, structure de l'actionnariat.

Source : Elaboration des auteures à partir de la documentation des agences de notation

Les systèmes de notations reprennent les mêmes modalités de notation financière par l'utilisation de lettres, chiffres et signes « + » ou « - » en les combinant parfois. Les critères

jaugent le comportement de l'entreprise au regard de l'environnement, du respect des valeurs sociales et de leur mode de gouvernance.

L'univers de la notation ESG manifeste une diversité de mesures selon les identités culturelles et des dissemblances entre les sources des données ESG. Plusieurs dimensions affectent ces différences notamment l'histoire et l'objectif de l'agence de notation. Les fournisseurs de données ESG sont organisés sous deux groupes avec une approche de valeur entraîné (value-driven) et une approche de valeurs orienté (values-oriented) (Eccles & Strohle, 2018).

Cependant, il n'existe pas de méthodologie standard pour l'évaluation des entreprises, en outre les informations publiées par ces agences ESG n'approfondissent pas leur propre méthodologie de notation. La technique la plus répandue parmi ces agences est une évaluation globale d'une entreprise qui consiste à agréger les scores des différents critères analysés. Il existe également d'autres techniques telles que la réalisation de moyennes pondérées ou l'utilisation d'écarts types par rapport à la moyenne (Muñoz-Torres, et al., 2019).

1.5. Synthèse des travaux

Notre travail s'inscrit dans la continuité des travaux menés par Chatterji, et al.(2016) qui ont démontré une divergence notable des scores ESG de six agences de notation (KLD, Asset4, Calvert, FTSE4Good, DJSI et Innovest) dont les scores doivent être interprétés avec précaution. Berg, et al. (2019), soulignent une corrélation de 0.61 entre les scores ESG de cinq agences de notation étudiées (KLD, Sustainalytics, Vigeo-Eiris, Asset4, et RobecoSAM), par comparaison à la forte corrélation de 0.99 des notes de crédit attribuées par les agences de notation financière (Moody's et Standard & Poor's). Ce qui contribuerait à la confusion des investisseurs pour le choix des ISR. Toujours concernant ces cinq agences, ils avancent que les dimensions sociale et de gouvernance présentent une faible corrélation (respectivement 0.49 et 0.38), alors que pour la dimension environnementale la corrélation est de 0.65.

Dans cette même logique, Zumente & Lāce (2021), avancent que la corrélation des scores ESG de deux agences RobecoSAM et Sustainalytics est de 0.58, produisant une divergence des notations ESG élevée même parmi les entreprises européennes ayant un référentiel similaire en matière de reporting ESG.

Après avoir présenté le cadre conceptuel de notre recherche et passé en revue les principaux travaux relatifs à la notation ESG, à la diversité des méthodologies d'évaluation et des critères utilisés. Nous nous intéressons par la suite à la présentation des résultats de notre analyse empirique.

2. Cadre empirique de l'étude

Nous consacrons cette section à la présentation de la méthodologie de recherche et exposons les résultats de notre étude.

2.1 Méthodologie et échantillon de l'étude

Cette problématique est traitée selon un positionnement épistémologique positiviste basé sur une étude qualitative exploratoire en exploitant des données secondaires.

L'échantillon de notre étude a été sélectionné par la technique d'échantillonnage non probabiliste à choix raisonné. Les critères pour le choix des sociétés de notre échantillon sont :

- être une entreprise multinationale ;
- être notée par les deux agences MSCI et Morningstar ;
- appartenir à des secteurs différents pour neutraliser l'impact du secteur sur la notation.

L'échantillon de notre étude est composé des sociétés présentées dans le tableau N°4:

Tableau N°4 : Informations sur les sociétés de l'échantillon

Société	Secteur	Pays	Date de création	Effectif
BAE Systems	Aérospatial et défense	Royaume uni	30/12/1999	85800
Huntington Ingalls Industries	Défense : Construction navale militaire	Etats-Unis	30/03/2011	42000
Bunge Limited	Agriculture et négoce de matières premières	Etats- Unis	1811	32000
Northrop Grumman Corporation	Aérospatial et défense	Etats- Unis	1994	97000
Kansai Paint Corporation	Peinture et Biotechnologie	Japon	17/05/1919	15908
Sumitomo Chemicals Corporation	Chimie	Japon	22/09/1913	34743
Giant Network Group	Informatique	Chine	07/22/1997	1861
Bouygues SA	BTP, téléphone et média.	France	1982	129000
Eiffage SA	BTP, promotion immobilière et aménagement urbain.	France	1993	11000

Source : Bloomberg (2021)

Nous avons choisi neuf multinationales intervenant dans des secteurs différents et nous allons comparer leurs scores ESG auprès de deux grandes agences de notation MSCI et Morningstar.

MSCI ESG Research fournit des notations MSCI ESG sur une échelle allant de « AAA » (meneur) à « CCC » (retardataire), en fonction de l'exposition des sociétés en question aux risques ESG propres au secteur et à leur capacité à gérer ces risques par rapport à leurs pairs.

La notation MSCI ESG est conçue pour mesurer la résilience d'une entreprise aux risques ESG importants à long terme du secteur.

Cette agence adopte une notation ESG qui classe les sociétés en trois catégories :

- meneur (leader) pour les scores AAA et AA, dans ce cas l'entreprise est leader de son secteur dans la gestion des risques et opportunités ESG les plus significatifs ;
- moyen (average) pour les notes A, BBB et BB, pour les entreprises avec des antécédents mitigés ou non exceptionnels dans la gestion des risques et opportunités ESG les plus importants par rapport à ses pairs du secteur ;
- et retardataire (laggard) pour les scores B et CCC, lorsqu'une entreprise est en retard sur son secteur en raison de sa forte exposition et de son incapacité à gérer des risques ESG importants (MSCI, 2021).

Pour Morningstar, le score final est la somme des scores de risque non gérés pour les entreprises. Les scores vont de 0 (aucun risque ESG) à un maximum illimité, bien que dans 95% des cas, le score de risque ESG non géré soit inférieur à 50. Sur la base de leurs scores quantitatifs, les entreprises sont regroupées dans l'une des cinq classifications de risque :

- négligeable : les notes sont comprises entre 0 et 9.99 ;
- faible : les notes sont comprises entre 10 et 19.99 ;
- moyen : les notes sont comprises entre 20 et 29.9 ;
- élevé : les notes sont comprises entre 30 et 39.99 ;
- et sévère : les notes dépassent 40.

Ces niveaux de risque sont absolus, ce qui signifie qu'une évaluation « à haut risque » reflète un degré comparable de risque ESG non géré dans toutes les sociétés couvertes (Morningstar, 2021).

2.2 Présentation et analyse des résultats.

Par rapport à notre échantillon, les notes ESG attribuées par ces deux agences sont présentées dans le tableau N°5:

Tableau N°5 : Scores ESG

Société	MSCI	Morningstar
BAE Systems	AA	34.3
Huntington Ingalls Industries	A	41.3
Bunge Limited	AAA	35.6
Northrop Grumman Corporation	AA	30.4
Kansai Paint Corporation	AA	43.2
Sumitomo Chemicals Corporation	AAA	33.7
Giant Network Group	CCC	17.5
Bouygues SA	AA	36.5
Eiffage SA	AA	35.3

Source : MSCI et Morningstar (2020)

Nous constatons que les notes attribuées par les deux agences sont totalement différentes et contradictoires. MSCI a classé les sociétés BAE Systems, Bunge Limited, Northrop Grumman, Sumitomo Chemicals Corporation, Bouygues SA et Eiffage SA en tant que meneurs (leaders) en matière de gestion des risques ESG. Ces mêmes sociétés sont considérées par Morningstar comme très vulnérables en matière de gestion ESG, le risque inhérent à ces entreprises est élevé voir sévère.

Pour Giant Network Group, la situation est totalement inversée, Morningstar considère que le risque de cette société est faible en matière de gestion ESG, alors que pour MSCI, elle est fortement exposée aux risques ESG et elle est dans l'incapacité de gérer ces risques.

Nos résultats s'accordent avec les travaux de Li & Polychronopoulos (2020), qui ont souligné que les systèmes de notation des fournisseurs de données ESG varient considérablement, ce qui conduit à des notes radicalement différentes pour une même entreprise. Des conclusions identiques sont issues des recherches de Billio, et al. (2020). Ces auteurs ont analysé les critères de notation ESG utilisés par quatre agences (Sustainalytics, RobecoSAM, Refinitiv et MSCI), ils ont démontré qu'il existe une dissimilitude dans la définition des critères ESG et même au niveau des normes incluses dans les trois composants ESG. Cette hétérogénéité des critères de notation peut conduire les agences à avoir des opinions opposées sur les mêmes entreprises évaluées et que la convergence des notations entre ces fournisseurs est sensiblement faible.

Nous pouvons expliquer cette divergence des scores ESG, en premier lieu par la dissemblance des approches suivies par ces agences de notation ESG dans le calcul de leur score, ce qui nuit à la comparabilité des notations. En second lieu, il existe des différences de couverture et de portée, car toutes les agences de notation ne couvrent pas tous les piliers de l'ESG. En dernier lieu, la qualité des informations recueillies ou fournies constitue également un défi important susceptible d'affecter les résultats de la notation.

La valeur probante des informations ESG publiées est mise à l'épreuve en l'absence d'un référentiel unique de reporting extra-financier. Ce qui engendrerait un manque de transparence et des lacunes dans les rapports ESG des sociétés. Généralement, les agences de notation se contentent des déclarations faites par les sociétés sur leurs pratiques ESG, or la nature et la qualité de ces déclarations sont tributaires des moyens humains et financiers consacrés par chaque société à cette mission et varient selon la taille de l'entreprise.

Conclusion

Cet article avait pour objectif d'étudier la fiabilité et la commensurabilité des scores ESG octroyées par les agences de notation. Les résultats de notre travail montrent que les notes obtenues par les sociétés, objet de notre étude auprès de deux grandes agences de notation, sont hétérogènes ce qui nuit à la comparabilité des notations et compromet leur validité.

Comme nous l'avons démontré dans cet article, ces deux grandes agences même en s'appuyant sur des méthodologies robustes, ont attribué des notes différentes pour la même entreprise, ce qui pourrait constituer un vrai obstacle pour les investisseurs exprimant une sensibilité éthique dans leur choix d'investissement.

Rappelons que ces notations ESG sont élaborées, afin d'éclairer les investisseurs soucieux des enjeux environnementaux dans leur choix d'investissement. Même ceux qui n'adhèrent pas aux principes ESG, le principal avantage de cette notation est d'améliorer les caractéristiques risque-rendement de leur portefeuille en intégrant un risque habituellement non pris en considération.

Pour les sociétés, un bon score ESG aurait l'avantage d'améliorer leur réputation, d'assurer une grande fidélité de leur clientèle, de permettre un meilleur positionnement concurrentiel, de réduire leurs coûts et d'augmenter potentiellement les opportunités d'investissement.

Cependant la divergence des notations ESG et le manque de normes ESG claires et l'hétérogénéité de la pondération des critères constituent des défis majeurs pour ces agences de notation. Le score ESG obtenu reste tributaire de la méthodologie d'analyse et d'interprétation des données ESG collectées. Ce manque de convergence compromet inévitablement la comparabilité de classification entre les sociétés.

Un autre défi majeur qui se pose à ces agences est la véracité de données recueillies. Les sociétés pourraient être tentées de produire des déclarations fausses ou trompeuses concernant leur politique ESG ou adopter des pratiques ESG fictives pour susciter uniquement l'intérêt de ces agences.

Généralement, les problèmes liés à la cohérence et à la comparabilité des notations ESG peuvent réduire la confiance des utilisateurs dans les notations ESG et provoquer des réactions négatives aux notations des entreprises. De plus, des notations inexactes et contradictoires peuvent augmenter l'exposition aux risques ESG pour les sociétés et les investisseurs.

Dans le contexte marocain et suite à la création de l'indice ESG 10 à la BVC⁴, constitué par les dix entreprises réalisant les meilleurs scores ESG développés par Vigeo Eiris. Les résultats de notre étude exploratoire incitent les investisseurs à s'assurer que l'approche adoptée par cette agence soit cohérente avec leurs convictions éthiques ou ils risquent d'investir dans un portefeuille qui ne s'aligne pas avec leurs préférences ESG. De même un bon score donné par cette agence, qui publie annuellement la liste des sociétés cotées à la BVC réalisant les meilleures performances ESG (Top performers), n'est pas le garant d'une bonne pratique ESG de ces entreprises.

Cet article présente un certain nombre de limites surtout la nature de l'échantillon, son élargissement à d'autres sociétés pourrait consolider les résultats de l'étude. Une autre voie d'amélioration consiste à analyser cette notation ESG auprès des autres agences de notation.

⁴ L'indice ESG 10, lancé le 27/09/2018, est un indice boursier thématique, qui calcule la performance des cours des entreprises socialement responsables, cotées à la Bourse de Valeurs de Casablanca (BVC).

BIBLIOGRAPHIE

- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2020). Inside the ESG Ratings:(Dis) agreement and performance. *University Ca'Foscari of Venice, Dept. of Economics Research Paper Series No, 17*.
- Broma, S. A. (2019). La liquidité des obligations d'entreprises: Effet du score ESG.
- Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2019). *Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings*. MIT Sloan School of Management.
- Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597-1614.
- Deh, A. A., & Sall, M. B. (2021). Perception du rating au Sénégal et proposition d'une grille de notation pour les sociétés cotées à la BRVM. *Revue Française d'Economie et de Gestion*, 2(9).
- Degos, J. G. D. G., & Hmiden, O. B. (2016). Le développement durable, un champ d'action prometteur pour les agences de notation extra-financière. *Revue de Recherches en Economie et en Management Africain* (Vol. 4).
- Demartini, A. (2020). La fourniture de données extra-financières: cartographie des acteurs, produits et services. www.amf-france.org
- Dussarrat, M. (2014). *Analyse Comparative de la Performance d'Indices Boursiers Islamiques et Conventionnels*.
- Eccles, R. G., & Strohle, J. C. (2018). Exploring social origins in the construction of ESG measures. *Available at SSRN 3212685*.
- Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M. Á., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. M., & Muñoz-Torres, M. J. (2019). Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles. *Sustainability*, 11(3), 915.
- Huber, B. M., Comstock, M., Polk, D., & Wardwell, L. L. P. (2017, July). ESG reports and ratings: What they are, why they matter. In *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (Vol. 44).
- Muñoz-Torres, M. J., Fernández-Izquierdo, M. Á., Rivera-Lirio, J. M., & Escrig-Olmedo, E. (2019). Can environmental, social, and governance rating agencies favor business models that promote a more sustainable development?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(2), 439-452.

Li, F., & Polychronopoulos, A. (2020). What a difference an ESG ratings provider makes. *Research Affiliates*. <https://www.researchaffiliates.com/documents/770-what-a-difference-an-esg-ratings-provider-makes.pdf>.

Sparkes, R. (2001). Ethical investment: whose ethics, which investment?. *Business Ethics: A European Review*, 10(3), 194-205.

Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 45-57.

OCDE (2020). Finance durable et résiliente : perspectives de l'OCDE sur l'entreprise et la finance.

Zumante, I., & Lāce, N. (2021). ESG Rating—Necessity for the Investor or the Company?. *Sustainability*, 13(16), 8940.

www.bloomberg.com (consulté le 7 septembre 2021).

www.epge.fr/wp-content/uploads/2019/07/Les-notationsextrafinancieres-1.pdf(consulté le 7 septembre 2021).

www.morningstar.com (consulté le 7 septembre 2021).

www.msci.com (consulté le 7 septembre 2021).

www.JPMorgan.com (consulté le 8 septembre 2021).

www.standardethicsrating.eu/media/com_finances/1._Sustainability_Rating_definitions_Guide_2015_1_FR.pdf (consulté le 8 septembre 2021).