



DECEMBRE 2020

**LA FOURNITURE DE DONNEES  
EXTRA-FINANCIERES :  
CARTOGRAPHIE DES ACTEURS,  
PRODUITS ET SERVICES**

ANNE DEMARTINI

Risques & tendances

amf-france.org

Cette étude a été coordonnée par la Division Études, stabilité financière et risques. Elle repose sur l'utilisation de sources considérées comme fiables mais dont l'exhaustivité et l'exactitude ne peuvent être garanties. « Risques et tendances » reflète les vues personnelles de ses auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de l'AMF.

Toute copie, diffusion et reproduction de cette étude, en totalité ou partie, sont soumises à l'accord exprès, préalable et écrit de l'AMF.

## Résumé

Le développement de la finance durable, conjugué à l'accroissement des dispositions réglementaires en matière de *reporting* extra-financier et de transparence, a contribué au cours de la dernière décennie à une forte augmentation de la demande de données extra-financières. Celle-ci s'est traduite par d'importantes évolutions dans le domaine de la fourniture de données et de services extra-financiers.

Cette étude rend compte de ces évolutions et dresse une cartographie détaillée croisant les acteurs du secteur (anciens ou nouveaux entrants) et les services qu'ils proposent (décomposés en 15 activités). Elle s'appuie sur l'analyse d'un échantillon constitué de 25 sociétés, considérées comme opérant en Europe, du fait de leur propre domiciliation, de celle de leurs clients ou des entités sur lesquelles porte leur offre de services. Cette analyse a été enrichie par une trentaine d'entretiens avec des parties prenantes de la fourniture de données ESG (des gérants d'actifs, des académiques, des analystes, des agences de notation de crédit ou ESG, d'autres régulateurs et des fournisseurs de données), ainsi que par l'analyse d'études académiques.

Constitué à l'origine d'acteurs de petite taille spécialisés dans le domaine de l'ESG, reposant sur un modèle économique fragile lié à un mode de rémunération fondé sur le principe « investisseur-payeur », le secteur a connu plusieurs mouvements de concentration au cours des vingt dernières années. Les acteurs historiques ont ainsi au fil du temps été rachetés par de grands acteurs financiers, tels que les producteurs d'indices, les bourses de valeurs, les fournisseurs de données financières, ou encore les agences de notation de crédit. La très grande majorité d'entre eux (80 %) sont aujourd'hui rattachés à des groupes anglo-saxons, souvent cotés en bourse, mais les deux tiers de l'échantillon conservent une implantation dans l'Union européenne. Ce mouvement de rachats s'est conjugué à l'entrée sur le marché de start-ups technologiques, proposant des services et solutions innovantes fondées sur l'utilisation de nouvelles technologies (*big data*, intelligence artificielle). La taille des acteurs du secteur est ainsi très variable. Si un tiers des sociétés analysées (et pour lesquelles l'information est disponible) comptent moins de 20 analystes ESG, 20 % en comptent à l'inverse plus de 200.

Ces modifications dans le paysage industriel ont permis un enrichissement de l'offre de services proposés par les acteurs. Initialement limitée à la fourniture de données brutes portant sur l'environnement, le social et la gouvernance, ainsi qu'à la production de scores/notations et d'analyses évaluant les performances extra-financières des entreprises, l'offre des fournisseurs de données ESG couvre aujourd'hui une vaste gamme de produits et de services diversifiée, qui s'adapte à l'évolution des différents besoins exprimés par les clients, pour l'essentiel, des institutions financières (parmi lesquelles les investisseurs institutionnels et les gérants d'actifs) et, dans une moindre mesure, les entreprises. Cette offre nouvelle inclut fréquemment des activités telles que l'analyse de portefeuilles, la construction d'indices financiers, le suivi des controverses, ou encore les activités de conseil aux entreprises dans la définition de leur stratégie ESG. D'autres activités, plus spécifiques, sont moins répandues, telles que la gestion de fonds d'investissement, le conseil en vote, ou encore l'évaluation et la certification de produits de financement comme les obligations vertes. Cette diversification de l'offre de services est particulièrement marquée chez les fournisseurs de données appartenant à un groupe et est susceptible d'engendrer des situations de conflits d'intérêts, dont il importe qu'elles soient identifiées et gérées. Ce risque est d'autant plus marqué lorsque les sociétés incluent dans leur offre des prestations (notation ou autres) payées par les sociétés évaluées, pratique vraisemblablement amenée à se développer dans les années à venir. À cet égard, l'adoption

de codes de conduite apparaît comme une bonne pratique. Elle est observée chez une majorité des acteurs du secteur, mais pas de manière systémique et le contenu des codes reste très variable.

L'offre historique de données brutes et de notation s'est quant à elle également développée avec notamment une augmentation de la couverture en termes géographique, sectoriel, de classes d'actifs, mais aussi en termes de profondeur historique des données disponibles. Elle se caractérise par une grande hétérogénéité dans les méthodes de collecte de fiabilisation et de traitement des données, qui sont à l'origine d'importantes divergences dans les évaluations des performances extra-financières produites, très bien documentées dans la littérature académique. Celles-ci s'expliquent en effet non seulement par l'absence de consensus sur la définition de l'extra-financier mais aussi et surtout sur la manière de mesurer un même concept. La littérature académique montre également que le résultat de l'évaluation dépend de la personne qui attribue la note ("Rater effect") mais aussi de la quantité d'information disponible sur l'entité notée (plus elle est importante, plus les notations divergent).

Ces résultats mettent en lumière la nécessité pour les agences de notation de garantir des processus de notation rigoureux et transparents. Or, à cet égard, le niveau de transparence est à l'heure actuelle et en règle générale trop faible et lacunaire pour permettre aux investisseurs de comprendre la signification des notations, leur portée et leurs limites.

Une plus grande transparence de la part des agences de notation extra-financière apparaît donc nécessaire. Elle concerne à la fois :

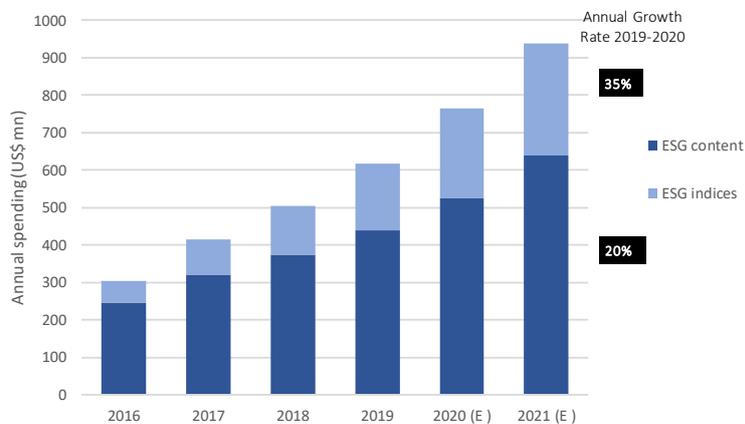
- les sources des données utilisées, les méthodes utilisées pour leur fiabilisation et l'amélioration de leur complétude ;
- les méthodes, processus et modes de rémunération des notations ;
- l'identification et la gestion des conflits d'intérêts.

## INTRODUCTION

L'intérêt croissant porté à la finance durable, conjugué à l'accroissement des dispositions réglementaires en matière de diligences et de *reporting* extra-financiers, a contribué au cours de la dernière décennie à une forte augmentation de la demande de données environnementales (E), sociales (S) et de gouvernance (G), ou, plus généralement, de données dites extra-financières.

Les dépenses réalisées pour l'acquisition de données ESG ont ainsi connu un important essor, passant, selon la société de conseil Opimas, de 300 millions de dollars en 2016 à près de 900 millions en 2019. Sur un périmètre plus large, UBS estime de son côté le marché des données et services ESG à plus de 2 milliards de dollars, montant qui pourrait, selon ses estimations, dépasser les 5 milliards d'euros de chiffre d'affaires mondial d'ici 2025.

**Graphique 1 : Estimation des dépenses effectuées visant à l'acquisition de données ESG**



Source : Opimas

### Objectif et méthodologie

Cette étude vise à présenter de manière synthétique l'offre de produits et services proposée aujourd'hui par les fournisseurs de données, services et analyses extra-financiers, ainsi qu'à proposer une typologie de ces acteurs. Ces travaux ont été menés sur la base d'un échantillon composé de 25 sociétés considérées comme opérant en Europe, du fait de leur propre domiciliation, de celle de leurs clients et/ou du fait de la localisation des sociétés sur lesquelles porte leur offre de services. Cet échantillon ne vise pas l'exhaustivité<sup>1</sup>, l'objectif recherché ici étant plutôt de capter les acteurs les plus utilisés par les parties prenantes du secteur, mais aussi de prendre en compte le plus grand nombre de catégories d'acteurs présents sur ce segment de marché.

Les sources utilisées rassemblent : les éléments publiés par les acteurs de l'échantillon sur leurs sites internet, une trentaine d'entretiens avec des parties prenantes de la fourniture de données ESG (des gérants d'actifs, des académiques, des analystes, des agences de notation de crédit ou ESG, d'autres régulateurs et des fournisseurs de données dont certains font partie de l'échantillon précité), divers rapports académiques ou études publiées par les acteurs de la fourniture de données ESG.

À titre liminaire, certains partis pris concernant les définitions des termes fondamentaux, méritent d'être explicités. Ainsi, la notion d'ESG est-elle définie en creux, renvoyant à tout ce qui ne relève pas du financier. En ce sens, l'ESG est synonyme d'extra-financier. Par ailleurs, les fournisseurs de données, services et analyses ESG, sont entendus comme toute entité collectant des données extra-financières brutes auprès de différentes sources de

<sup>1</sup> La population des fournisseurs de données extra-financières dans le monde était estimée par Global Initiative for Sustainability ratings (2018) à plus d'une centaine d'entités en 2016.

données (émetteurs eux-mêmes, Organisations non gouvernementales, agences de presse...) pour les commercialiser, transformées ou non, à leurs clients.

Sont donc exclus de ce panorama en tant que fournisseurs de données extra-financières, les premiers producteurs de données brutes que sont les émetteurs et les organisations non gouvernementales (ONG)<sup>2</sup>. De même, les méthodologies internes d'analyse ESG développées par les gérants d'actifs ou les investisseurs institutionnels pour leurs propres besoins n'entrent pas dans le champ de l'analyse. Ne font pas non plus partie de l'échantillon les sociétés de *software*, ainsi que les sociétés de conseil et d'audit. Toutes ces sociétés apparaîtront en revanche au sein de cette analyse en tant qu'utilisateurs des services et produits des fournisseurs de données ESG.

Initialement limitée à la fourniture de données brutes ainsi qu'à la production de scores/notations et d'analyses évaluant les performances extra-financières des entreprises, l'offre des fournisseurs de données ESG couvre aujourd'hui une vaste gamme de produits et de services diversifiée, qui s'adapte à l'évolution des différents besoins exprimés par leurs clients et, plus généralement, par le marché. Sont visés essentiellement les institutions financières (parmi lesquelles les investisseurs institutionnels et les gérants d'actifs), dans une moindre mesure, les entreprises, les États, les ONG, qui apparaissent à la fois comme producteurs de données brutes ESG, et utilisateurs de ces données brutes et transformées, ainsi que le monde académique. Dans certains cas, encore rares à l'heure actuelle, les clients peuvent être des investisseurs *retail*.

L'accroissement des besoins nécessitant l'exploitation de données ESG a conduit à des évolutions marquées du paysage industriel du secteur, parmi lesquelles, notamment, plusieurs mouvements de consolidation et l'arrivée de nouveaux acteurs. Au cours de la dernière décennie, des acteurs traditionnels de la finance (agences de notation de crédit, administrateurs d'indices, entreprises de marché, etc.) ont racheté les principaux acteurs historiques. Dans le même temps ont émergé dans le paysage des *fintechs* (parfois incubées par les grands acteurs) proposant une offre innovante et/ou en construction, aux contours plus imprécis.

À l'heure actuelle, la grande majorité des acteurs ou leur maison-mère ont leur siège en dehors de l'Union européenne et la plupart des produits et services offerts par ces acteurs ne font l'objet d'aucune réglementation (fourniture de base de données, notation ESG) ou alors les acteurs qui les proposent sont soumis à des réglementations mais pour des activités qui ne sont pas centrées sur des problématiques ESG, telles que les activités de fourniture d'indices de références (Règlement *Benchmark*), de notations de crédit (Règlement sur les agences de notation) ou d'activités de recherche (Directive et Règlement MIF2).

---

<sup>2</sup> En revanche, les organismes à but non lucratif commercialisant des données extra-financières sont intégrés dans l'échantillon.

## 1. PANORAMA DES ACTEURS

Les premiers acteurs privés spécialisés dans la collecte de données environnementales, sociales et de gouvernance sont apparus dans les années 1980 et leur nombre s’est accru au cours des deux décennies suivantes, en lien avec le développement de la finance durable. Constitué à l’origine d’acteurs majoritairement de petite taille et d’origine européenne, spécialisés dans la production de données, d’analyses et de notations ESG, le paysage de la fourniture de données ESG a connu de profondes évolutions au cours de cette période, suite à plusieurs mouvements de consolidation et à l’arrivée de nouveaux acteurs sur ce marché.

### 1.1. UN PAYSAGE INDUSTRIEL EN RAPIDE ÉVOLUTION

#### 1.1.1 La concentration des acteurs historiquement spécialisés dans l’ESG a permis une diversification de l’offre de produits et services offerts

Reposant sur un modèle économique fragile, du fait notamment du mode de rémunération des acteurs basé pour la plupart des acteurs sur le modèle investisseur-payeur et de la taille modeste de beaucoup d’entre eux, ne permettant pas nécessairement de faire face à une demande croissante, ce segment de marché a connu plusieurs vagues de consolidation au cours des deux dernières décennies. Ces dernières années, ce mouvement s’est accéléré avec le développement d’opérations transfrontières qui a notamment abouti au rachat de nombreuses entreprises d’Europe continentale par de grandes sociétés anglo-saxonnes (américaines et, dans une certaine mesure, britanniques-Tableau 1), afin de bénéficier d’économies d’échelle et de gamme. Ce fut en particulier le cas en 2019, où 8 opérations ont eu lieu.

**Tableau 1 : Principales opérations de fusions et acquisitions sur le marché de la fourniture de données ESG depuis 2009**

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

Source : Communiqués Sociétés

Rares sont les sociétés pleinement intégrées d'un point de vue statutaire dans l'entreprise absorbante. Du fait de conflits d'intérêts potentiels entre les différentes activités et services offerts, la quasi-totalité des entreprises rachetées conservent en effet leur personnalité morale en optant pour le statut de filiale de l'entité absorbante.

L'ensemble des acteurs proposent la fourniture de bases de données et exercent une activité de production de notation extra-financière. À côté de cette activité de notation, la plupart des acteurs historiques de l'ESG ont développé une offre de services connexes intégrant une dimension extra-financière. À cet égard, il convient de noter que les acteurs proposant l'offre la plus diversifiée appartiennent à un grand groupe. Certaines activités sont assez communément répandues parmi les acteurs : analyse de portefeuilles, *screening*, construction d'indices destinés aux investisseurs, suivi des controverses, activité de conseil aux entreprises dans la définition de leur stratégie ESG. D'autres sont plus spécifiques : gestion d'actifs, conseil en vote, évaluation / certification de produits de financement<sup>3</sup>. Une minorité des sociétés du secteur propose une offre plus limitée : spécialisation sur un type de données et/ou une activité spécifique. Ce type d'acteurs est généralement lié à des acteurs publics ou du monde associatif (tel que CDP spécialisé sur les enjeux environnementaux) ou des acteurs indépendants, ayant une forte spécialisation (géographique par exemple, à l'image d'Inrate, centré sur la Suisse).

### 1.1.2 L'apparition et la montée en puissance de nouveaux entrants

#### □ Les diffuseurs de données de marché

Cette catégorie comprend à la fois les rediffuseurs de données financières généralistes (Bloomberg, Refinitiv), des producteurs d'indices (MSCI), ainsi que les bourses de valeurs (London Stock Exchange ou, plus récemment, Deutsche Börse). Ces sociétés ont massivement investi au cours de la dernière décennie dans le domaine de l'ESG, par l'acquisition de fournisseurs de données spécialisés, comme l'illustre l'achat de KLD, Innovest, Riskmetrics et Carbon Delta par MSCI.

Pour ces sociétés, l'ESG ne constitue qu'une composante au sein d'une offre globale. Ainsi, les producteurs d'indices et les bourses de valeurs ont eu davantage tendance à conserver leur périmètre d'activité historique malgré ces acquisitions, surtout quand ces activités historiques étaient déjà régulées ou qu'elles étaient susceptibles d'engendrer des situations de conflits d'intérêts avec les activités acquises. Un exemple emblématique de cette situation est le rachat en 2019 par le London Stock Exchange de la société française Beyond Ratings, pour son expertise dans l'analyse ESG et pour ses bases de données internes. L'activité d'agence de notation de crédit de Beyond Ratings a été abandonnée après l'opération, moins de 3 mois après avoir obtenu l'agrément de l'ESMA pour pouvoir exercer cette activité. On pourrait également citer la vente par MSCI du *proxy advisor* ISS en 2014.

Pour autant, la gamme de produits et de services spécifiquement offerts en matière d'ESG apparaît aujourd'hui particulièrement développée : outre la fourniture de produits de base (données brutes ou estimées, indicateurs, notations et *rankings*, indices), les acteurs proposent des outils d'analyse des portefeuilles, ainsi que des outils de *screening* permettant d'évaluer les tendances et les performances d'investissement.

#### □ Les agences de notation financière

Les grandes agences de notation de crédit, également appelées agences de notation financière, intègrent toutes aujourd'hui les critères ESG dans leurs analyses et notations de crédit. Afin de renforcer leur expertise et leur capacité d'analyse, deux d'entre elles, Moody's et S&P, ont procédé à des acquisitions de fournisseurs de données ESG (Trucost pour S&P, Four Twenty Seven pour Moody's) et de notations ESG (la filiale de notation ESG de RobecoSAM pour S&P, Vigeo-Eiris pour Moody's). Un mouvement similaire a pu être observé pour des agences de taille plus modeste, à l'image du rapprochement en Europe de l'agence de notation extra-financière Ethifinance, du cabinet de recherche spécialisé Spread Research et de l'agence de notation de crédit Spread rating au sein du groupe Qivalio.

---

<sup>3</sup> Voir Partie 2.

## □ Les *start-ups* technologiques

L'augmentation considérable du nombre et de la diversité des données produites dans le domaine de l'ESG et des notations extra-financières, combinée au développement des nouvelles technologies, a conduit à l'émergence d'un nouveau type d'acteurs, dont l'activité principale est la collecte de données obtenues auprès d'autres fournisseurs et l'agrégation des *ratings*, à l'image de CSRHub. Chez certains acteurs se revendiquant du secteur, la frontière est parfois floue entre la fourniture de données et de notes agrégées ou simplement d'outils et de solutions informatiques permettant aux utilisateurs de le faire par eux-mêmes.

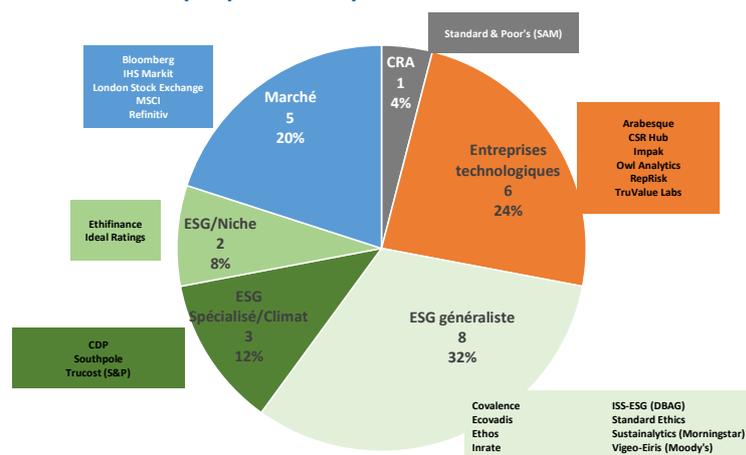
## □ Les sociétés d'audit et de conseil

Bien que ne faisant pas partie de l'échantillon étudié car ne fournissant pas directement de données ESG, il convient de souligner la concurrence grandissante des sociétés de conseil et d'audit sur le terrain du service ESG. Ces acteurs restent toutefois pour la plupart sur leur cœur de métier. L'essentiel des activités proposées consiste en une offre de conseil en stratégie et en financement, à travers l'évaluation externe de *green bonds*, ainsi que l'aide au *reporting*.

### 1.2. PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DE L'ÉCHANTILLON ANALYSÉ DANS CETTE ÉTUDE

L'échantillon analysé regroupe 25 sociétés, domiciliées dans l'Union européenne ou dont l'offre de services porte en partie sur des entités domiciliées dans l'Union européenne. La moitié correspond à des acteurs historiques de l'ESG, entrés sur le marché il y a plus de 15 ans. La plupart sont des généralistes, couvrant l'ensemble des composantes E, S et G et de nombreux types d'acteurs (entreprises, États...). L'échantillon inclut toutefois également des acteurs plus spécialisés, en particulier sur des problématiques liées au climat (à savoir CDP, acteur indépendant, ainsi que South Pole et Trucost, société rachetée par Standard&Poor's) ou sur une catégorie d'acteurs (Ethifinance, spécialisée sur le segment des PME-ETI) ou d'actifs (IdealRatings, centré à l'origine sur la finance islamique). Enfin, le reste de l'échantillon est composé de *start-ups* technologiques, créées pour la quasi-totalité d'entre elles après la crise financière de 2007-2008, et d'acteurs de marché, parmi lesquels des rediffuseurs de données financières (Bloomberg, IHS Markit et Refinitiv), un producteur d'indices (MSCI) et une bourse de valeur (le London Stock Exchange<sup>4</sup>).

Graphique 2 : Composition de l'échantillon



Source : AMF

<sup>4</sup> Le London Stock Exchange a lancé une offre en 2019 sur Refinitiv non encore finalisée, celle-ci faisant encore fin 2020 l'objet d'une enquête des autorités européennes en charge de la concurrence. Plus récemment, en novembre 2020, Deutsche Börse a annoncé une prise de participation majoritaire d'environ 80 % dans ISS.

### 1.2.1. Statuts juridiques et implantations géographiques

La quasi-totalité des acteurs appartenant à notre échantillon sont des sociétés commerciales (SA, SARL). Pour autant, l'échantillon comporte également, mais de manière plus marginale, des organismes à but non lucratif (CDP<sup>5</sup>) ou des fondations (Ethos).

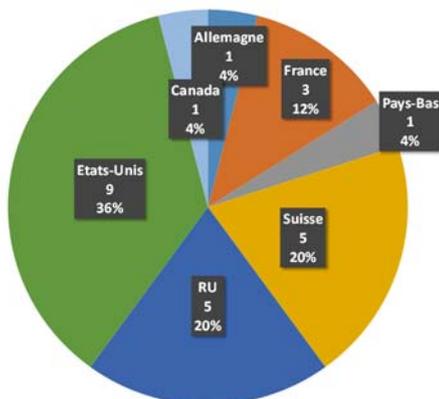
Les opérations de rachats intervenues au cours des deux dernières décennies ont pu avoir des conséquences sur la personnalité juridique des sociétés cibles. Certaines sociétés absorbées ont ainsi été totalement fusionnées avec la société absorbante (Oekom par ISS par exemple). Pour autant, dans la plupart des opérations observées récemment, les sociétés cibles ont conservé leur personnalité juridique et ont le statut de filiale. Vigeo-Eiris est ainsi une filiale de Moody's, agence de notation de crédit enregistrée en Europe au titre du règlement sur les agences de notation. De son côté, l'activité ESG de MSCI est logée dans une filiale dédiée, MSCI ESG Research.

Autre conséquence des opérations de fusions et acquisitions enregistrées dans le secteur, 80 % des sociétés de notre échantillon ont leur siège social situé en dehors de l'Union Européenne, principalement aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en Suisse ou au Royaume-Uni. Parmi ces 20 acteurs, plus de la moitié (55 %) ont néanmoins une implantation dans l'Union européenne sous la forme de filiales, de succursales ou de bureaux.

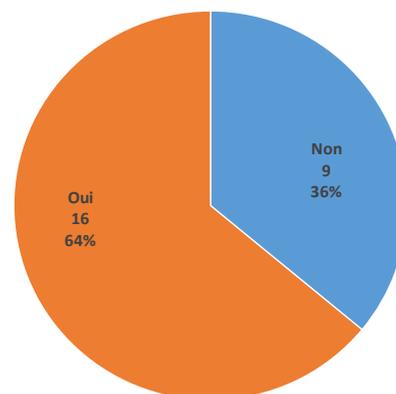
Il peut être relevé que les sociétés de l'échantillon ayant leur siège en Suisse sont en proportion plus faiblement implantées dans l'Union européenne que les sociétés britanniques ou américaines ; elles ont en majorité une implantation locale.

Ainsi, globalement, **près des deux tiers des sociétés de l'échantillon ont une implantation dans l'Union européenne** sous quelque forme que ce soit (siège ou filiale ou succursale).

**Graphique 3 : Localisation du siège social**



**Graphique 4 : Implantation dans l'Union européenne (Siège, Filiale, Bureau)**



Source : AMF

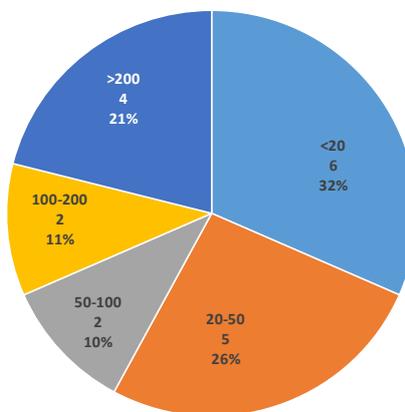
Du fait du mouvement de concentration croissante observé dans le secteur, la plupart des fournisseurs de données appartiennent désormais à un groupe. Dans un tiers des cas, ce groupe est coté.

<sup>5</sup> Étant en partie financé par la commercialisation de données extra-financières, CDP a été intégré dans l'échantillon d'analyse.

### 1.2.2. Nombre d'analystes ESG

Le nombre d'analystes ESG a pu être estimé pour les trois quarts de l'échantillon, à savoir essentiellement des acteurs historiquement spécialisés dans l'ESG et les *start-ups* technologiques. Le nombre d'analystes ESG reporté est inférieur à 20 pour un tiers de ces sociétés. Il s'agit là d'acteurs historiques ayant une implantation locale, ou des *start-ups technologiques* dont l'essentiel des effectifs est constitué de *data scientists* plus que d'analystes spécialisés dans l'extra-financier. Plus de 20 % des sociétés de l'échantillon comptent plus de 200 analystes ESG ; toutes ces sociétés sont des sociétés historiquement centrées sur le secteur de l'ESG (CDP, Vigeo-Eiris, Sustainalytics, ISS-ESG).

Graphique 5 : Nombre d'analystes ESG (N=18)



Source : AMF

### 1.2.3. Modèles de rémunération

Les fournisseurs de données ESG sont principalement rémunérés selon le modèle de l'« investisseur-payeur » pour leur activité de notation ESG (on parle alors de notation déclarative) et la fourniture des données ESG sous-jacentes à la notation. Seule une partie marginale de l'échantillon fonctionne sur le modèle « émetteur payeur » pour ses activités de notation ESG. Dans ce cas, le montant facturé est fonction de la taille de l'entité notée. Parmi les acteurs composant notre échantillon, seule deux sociétés (Standard Ethics et Ecovadis) appliquent ce modèle. Pour autant, une agence de notation dont le modèle de rémunération est à titre principal celui de l'« investisseur-payeur », peut être amenée à produire, à titre accessoire, des notations sollicitées par les émetteurs.

Indépendamment du mode de rémunération des fournisseurs de données ESG, l'activité de notation extra financière, lorsqu'elle est combinée à d'autres types de services, comme le conseil, contribue à accroître le risque de conflit d'intérêts. Afin de limiter ces risques, les activités de notation et de services de conseil sont généralement pratiquées au sein de filiales distinctes et/ou les procédures de contrôle interne prévoient des *murailles de Chine*, explicitement décrites dans des codes de conduite. Ces pratiques ne sont néanmoins pas systématiques, voire peu fréquentes pour certains acteurs du secteur, en l'occurrence les entreprises technologiques<sup>6</sup>.

En l'occurrence, plus de la moitié des entités de l'échantillon publie un code de conduite et d'éthique ; ces codes abordent en général, de manière plus ou moins détaillée, outre les grands principes et valeurs des acteurs (indépendance, impartialité, transparence...), la gestion des conflits d'intérêts et leur gestion.

<sup>6</sup> À noter que ces pratiques ne sont pas propres aux acteurs spécialisés dans l'ESG. On les retrouve chez l'ensemble des acteurs du secteur (par exemple chez les producteurs d'indices).

#### 1.2.4. Certification des acteurs

Parmi les acteurs historiques dans le secteur de l'ESG, certains font ou ont fait l'objet d'une certification. Trois sociétés de l'échantillon ont ainsi bénéficié de la norme *Deep Data Delivery Standard* (MSCI, RepRisk et Oekom Research) et trois autres (Vigeo-Eiris, Ethifinance et Oekom Research), de la norme Arista (Encadré 1). Ces normes, délivrées sur une base volontaire, visent à garantir la mise en œuvre de bonnes pratiques concernant notamment les données collectées (couverture, sources, qualité) et la transparence des méthodologies utilisées, les processus de notation, la gestion des conflits d'intérêts, ainsi que le respect de grands principes tels que l'indépendance. Il faut néanmoins noter que le standard de qualité volontaire Arista n'est aujourd'hui plus actif, bien que certaines sociétés y fassent encore référence sur leur site internet. Enfin, deux *start-ups technologiques*, CSRHub et Impak, bénéficient de la certification *B Corp*, délivrée aux sociétés commerciales répondant à des exigences ESG et de transparence.

##### Encadré 1 : Les normes de qualité volontaires, une piste à revisiter ? L'exemple de la certification Arista

Le standard ARISTA (ex CSRR-QS) est une **norme de qualité volontaire** européenne créé en 2002 par l'*Association for Independent Corporate Sustainability and Responsibility Research* (AI CSRR) en concertation avec l'ensemble des parties prenantes (fournisseurs de données, émetteurs, investisseurs) et avec le soutien de la Commission européenne. Il s'agissait alors de définir un cadre d'autorégulation et d'encourager le développement de bonnes pratiques dans le domaine de la notation et la recherche RSE. Cette norme comprend des lignes directrices et des règles, des engagements et un cadre permettant de vérifier la transparence, la qualité, l'intégrité des processus de recherche extra-financière.

En 2012, une douzaine de sociétés bénéficiaient du standard Arista : CAER (Australie); ECODES (Espagne), Ecovalores (Mexique), EIRIS (Royaume-Uni), Ethifinance (France), GES (Suède), Greeneye (Israël), IMUG (Allemagne), Inrate (Suisse), KOCSR (Corée), Oekom research (Allemagne) et Vigeo (France).

Les objectifs poursuivis sont d'encourager les sociétés à adopter des caractéristiques organisationnelles qui garantissent leur indépendance et leur objectivité ; identifier les risques de conflits d'intérêts et mettre en place des procédures afin de pouvoir les gérer ; améliorer les systèmes de gestion de la qualité ; encourager la transparence - notamment des méthodologies, et la vérification par un organisme tiers indépendant des déclarations des acteurs; promouvoir les caractéristiques de recherche considérées comme les meilleures pratiques. S'agissant en particulier de la transparence des méthodologies, la norme prévoit des contraintes différenciées selon qu'elle concerne les auditeurs (transparence totale) et les utilisateurs (transparence limitées aux grands principes, donc peu contraignantes<sup>7</sup>). La charte précise que le standard de qualité ARISTA s'adresse de façon large à tout acteur fournissant des produits et services liés à l'investissement responsable quel que soit le produit fourni par celui-ci. En pratique, sont surtout visés les services de recherche et de notation. S'agissant des notations, la norme prévoit également que les entités notées puissent faire appel du résultat de leur évaluation.

Le certificat de conformité à la norme est attribué pour une durée de 3 ans, à la suite d'un audit par un organisme indépendant, répété tous les ans, et qui précise, sur la base d'un '*comply or explain*', toute dérogation à la Politique d'indépendance définie par le standard.

En 2020, le site internet d'Arista était désactivé et l'information relative au standard s'avérait relativement peu accessible ; des références à une certification demeuraient néanmoins visibles sur les sites internet de certains acteurs (Ethifinance (certification obtenue en 2005), Vigeo Eiris (certification obtenue en 2009)...).

<sup>7</sup> "... shall disclose publicly all the information needed for users and stakeholders to understand its research and evaluation methodologies in a **general way**, including the criteria, ratings, grades, symbols, ..."

## 2. UNE OFFRE DE PRODUITS ET SERVICES DIVERSIFIÉE ET ÉVOLUTIVE

L'ensemble des fournisseurs de données, services et analyses ESG analysés proposent à leurs clients d'accéder par le biais de plateformes à des données brutes ESG ainsi qu'à des indicateurs et évaluations construits à partir de ces données. Au-delà de ce « *package de base* », les acteurs se sont attachés, au cours de la dernière décennie, à diversifier leur offre afin de se différencier vis-à-vis de leurs concurrents et s'adapter aux besoins croissants et spécifiques exprimés par leurs clients. Cette offre de services additionnels peut prendre la forme de services génériques mais aussi, et de plus en plus, d'offres sur mesure. Il convient de garder à l'esprit la nature profondément évolutive et innovante de cette offre.

### 2.1. LA FOURNITURE DE DONNÉES, BRUTES ET/OU OU TRANSFORMÉES

Par « donnée », on entend la représentation d'une information sous une forme conventionnelle destinée à faciliter son traitement<sup>8</sup>. Ces données font l'objet d'une offre commerciale portant sur un accès à des bases de données<sup>9</sup> restreintes ou larges, par le biais d'abonnements.

Deux types de données peuvent être différenciés :

- (i) les **données brutes**, à savoir des données quantitatives et/ou qualitatives (incluant des informations de types *news*) collectées et rediffusées telles quelles, mais également des données ayant fait l'objet d'un travail de fiabilisation ou d'estimation et
- (ii) les **données transformées**, qui renvoient à
  - des **indicateurs** construits à partir de données brutes (incluant les *Key Performance Indicators*) et utilisés notamment pour construire des notations et scores extra-financiers
  - des **notations et scores extra-financiers**, définis ici comme l'expression synthétique d'un avis portant sur l'évaluation d'entités (entreprises, États, organismes supranationaux ou collectivités locales) ou de titres financiers selon des critères environnementaux, sociaux et/ou de gouvernance.

#### 2.1.1. Offre de données brutes ESG

##### □ Une offre de données très étendue

Au cours des années récentes, l'offre de données brutes a connu une forte augmentation de la couverture en termes géographique, sectoriel et de classes d'actifs analysées. Si l'on excepte les quelques fournisseurs de données dont la couverture est limitée d'un point de vue géographique (par exemple Inrate ou Covalence sur la Suisse), l'ensemble des fournisseurs de données ESG sous revue revendiquent ainsi une couverture de dimension internationale. Près des deux tiers des acteurs du panel analysé fournissent ainsi des données sur plus de 5 000 entités, voire 10 000 pour un tiers d'entre elles ([Graphique 6](#)). Ce chiffre doit néanmoins être relativisé au regard du nombre d'entreprises ou de groupes d'entreprises existant dans le monde. La France à elle seule comptabilise ainsi selon l'INSEE trois millions d'entreprises et plus de 450 000 groupes. Si l'on se restreint aux sociétés cotées, l'OCDE estimait leur nombre au niveau mondial à 41 000 en 2017.

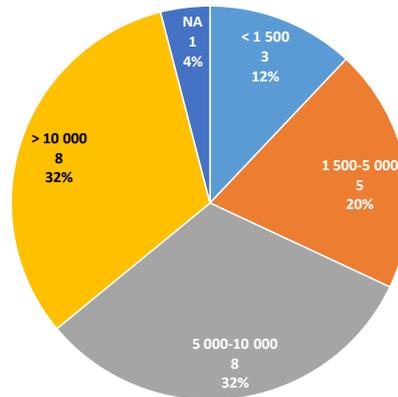
Les fournisseurs de données ont également diversifié les catégories d'actifs sur lesquelles portent les données produites : initialement limitées aux actions des grandes sociétés cotées, les données d'un tiers des acteurs sous revue portent aujourd'hui également sur des obligations d'entreprises et des dettes souveraines et, dans une moindre mesure (20 % des acteurs), sur des titres d'entreprises non cotées. De manière plus marginale, les fournisseurs de données proposent une analyse de titres hybrides (obligations convertibles), des projets

<sup>8</sup> Journal officiel du 22 septembre 2000, révisant l'arrêté du 22 décembre 1981.

<sup>9</sup> La Directive 96/9/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 mars 1996 concernant la protection juridique des bases de données définit une « base de données » comme un : « recueil (...) de données ou d'autres éléments indépendants, disposés de manière systématique ou méthodique et individuellement accessibles par des moyens électroniques ou d'une autre manière » (article 1er, paragraphe 2).

d'infrastructures ou immobiliers. Enfin, la couverture des petites et moyennes entreprises, qui était jusque-là le fait d'acteurs spécialisés (tels Ethifinance), est aujourd'hui évoquée par de nombreux acteurs, bien qu'il reste difficile d'en estimer la couverture.

**Graphique 6 : Nombre d'entreprises couvertes par les fournisseurs de données ESG**



Source : AMF

Les données brutes commercialisées offrent par ailleurs une profondeur historique très significative, supérieure à 15 ans chez la plupart des acteurs analysés et pouvant aller jusqu'à une vingtaine d'années.

L'élargissement du périmètre d'analyse des fournisseurs de données ESG s'explique par un niveau de concurrence croissant sur ce segment de marché, ainsi que par l'augmentation des besoins exprimés par les investisseurs<sup>10</sup>, en partie liée à la mise en œuvre effective ou à venir d'obligations réglementaires (tels que, en Europe, les règlements *Disclosure* et *Benchmark*). En ce sens, les actions des acteurs publics (régulateurs, législateurs) peuvent être considérées comme étant en partie à l'origine de la croissance du secteur. L'élargissement du périmètre a par ailleurs été facilité par l'exploitation systématique de sources diverses (entreprises, agences de presse, ONG, etc.) grâce à l'utilisation croissante de technologies nouvelles (intelligence artificielle, extraction automatique des données de sites web –*scraping*–, transformation de données non structurées collectées en données structurées, etc.). Plusieurs fournisseurs de données insistent sur le recours à ces techniques qui constituent une source de différenciation et de valorisation par rapport à la concurrence, à l'image de Owl Analytics et d'Arabesque sur l'usage du *Big data*, de RepRisk sur l'utilisation du *Machine learning* ou de TrueValueLab pour l'exploitation de données non structurées.

#### Des processus de collecte variés

Les données brutes sont collectées suivant une méthode propre à chaque acteur. La grande majorité d'entre eux recourent à des vecteurs et canaux d'information variés : questionnaires envoyés aux entreprises, utilisation d'informations publiées par les entités sur lesquelles portent les données ou par des tiers de confiance (agences de presse, organisations non gouvernementales), utilisation de données produites par d'autres fournisseurs du secteur par le biais d'abonnements ou de partenariats. Les informations collectées peuvent être complétées, précisées ou corrigées à travers la mise en place d'échanges avec les sociétés sur lesquelles portent les données. C'est le cas de la plupart des acteurs historiques du secteur. Certains acteurs, tel MSCI, encouragent les entreprises à vérifier la donnée collectée sur une plateforme de déclaration qui leur est accessible et à y apporter des corrections si nécessaire. Cette politique de dialogue n'est pas pratiquée de manière systématique par les fournisseurs de données mais tend à se développer. D'autres sociétés, principalement des entreprises technologiques (Covalence, RepRisk, ou CSRHub par exemple), affirment au contraire se refuser d'utiliser comme source les entreprises sur lesquelles portent les données au motif que celles-ci sont positivement biaisées.

<sup>10</sup> Voir l'édition 2020 de l'enquête annuelle « *Rate the Rater* ».

Du fait de leur disponibilité variable et de leur faible standardisation, la question de la qualité des données extra-financières collectées revêt une dimension centrale. Plus de la moitié des fournisseurs de données de l'échantillon étudié déclarent effectuer une fiabilisation des données. Celle-ci est réalisée par le biais de contrôles automatisés et/ou manuellement par des analystes qui confrontent les données obtenues auprès de différentes sources et/ou dialoguent avec les entités sous revue. Par ailleurs, la plupart des fournisseurs sur lesquels ont porté nos analyses procèdent à l'estimation des données manquantes (*'data gaps'*) afin de pouvoir répondre aux exigences croissantes des clients en matière de taux de couverture des bases de données. Pour autant, dans l'ensemble, les informations fournies par les acteurs concernant les sources utilisées, la fiabilisation des données et l'estimation des données manquantes sont très parcellaires. Elle apparaît toutefois plus développée chez les fournisseurs dont l'offre commerciale couvre également des données financières, ainsi que chez les acteurs ESG très spécialisés (en particulier CDP).

### 2.1.2. Offre de données transformées : indicateurs et notations/scores ESG

Les données brutes ESG sont utilisées par les investisseurs pour construire leurs propres analyses et évaluations, ainsi que par les fournisseurs de données eux-mêmes en vue d'offrir d'autres produits et services additionnels. À partir des données brutes, sont ainsi construits des indicateurs jugés pertinents pour l'analyse. Une partie d'entre eux va ensuite être utilisée pour la construction de scores et de notations.

Notations et scores partagent les mêmes objectifs, à savoir l'évaluation d'une entité, d'un actif ou d'un projet au regard de critères ESG, mais ils diffèrent par les ressources utilisées. Les scores sont en effet produits à partir de modèles quantitatifs, principalement des algorithmes<sup>11</sup>. Ce modèle d'évaluation est largement privilégié par les fournisseurs de données financières, ainsi que par les entreprises technologiques. De leur côté, les notations sont le résultat de la combinaison entre des modèles quantitatifs et une analyse qualitative. Elles s'accompagnent généralement de rapports d'analyse, permettant d'explicitier et de justifier la notation. Les agences de notations ESG produisent également des rapports de recherche thématiques ou sectoriels. Ce modèle est celui adopté par les agences de notations extra-financières historiques.

Comme les agences de notation financière en 2008, les fournisseurs de données insistent aujourd'hui sur le fait que les notations, scores et notes de recherche extra-financiers reflètent une opinion et ne constituent pas en eux-mêmes une recommandation d'achat ou de vente d'un titre financier. Il convient par ailleurs de noter que bien que leur définition ne soit pas identique, en pratique, les termes de notations et de scorings sont utilisés de manière indistincte.

Si l'évaluation des performances extra-financières d'entreprises est la plus répandue, celle de pays et de fonds de gestion collective tend aujourd'hui à se développer. S'agissant de ces derniers, l'acteur historique sur ce segment de marché est l'agence Morningstar, qui mesure la performance ESG des fonds à partir des notations de titres inclus dans les portefeuilles ; ces notations sont produites par sa filiale Sustainalytics. Plus récemment, en 2016, MSCI a également lancé un produit similaire, MSCI ESG Fund Rating, tout comme CDP en 2017 avec Climetrics, conçu en partenariat avec ISS, ou encore Refinitiv en 2020.

Les agences de notation publient des indications sur leur méthodologie et fournissent des éléments complémentaires sur demande. Pour autant, les méthodologies étant propriétaires, les informations délivrées sont souvent lacunaires s'agissant en particulier de la description précise des variables utilisées pour le calcul des scores, du traitement des données manquantes, et des poids attribués aux différentes variables et composantes du score et des modalités de calcul. Certains fournisseurs sont néanmoins mieux-disant que d'autres, à l'image de CDP ou des acteurs de marché (MSCI, Refinitiv et Bloomberg en particulier). Ces derniers, sans doute habitués à plus de transparence dans leur activité de producteurs de données financières, fournissent ainsi des informations

---

<sup>11</sup> Le règlement (UE) N °462/2013 sur les agences de notation de crédit définit ainsi un « score de crédit » comme « une mesure de la qualité de crédit établie à partir de données synthétisées et exprimées uniquement sur la base d'un système ou modèle statistique préétabli, sans autres données analytiques de fond relatives à la notation émanant d'un analyste de notation ».

détaillées sur le traitement des valeurs manquantes, ainsi que sur les modes de calcul des indicateurs retenus. De même, rares sont les fournisseurs de données qui, à l'image d'Ethifinance, décrivent de manière explicite le processus d'attribution de la notation ; la possibilité pour les entités notées de faire appel de leur notation ne semble guère développée.

#### □ Principes de construction des notations et scores ESG

Pour chacune des composantes E, S, et/ou G, plusieurs domaines d'analyse (*key issues*) sont sélectionnés. Souvent défini au niveau sectoriel<sup>12</sup>, leur nombre est très variable, allant de trois<sup>13</sup> pour CDP, centré rappelons-le, sur des questions environnementales, à plus d'une centaine, par exemple chez les diffuseurs de données financières. Ces différences s'expliquent par le caractère ou non spécialisé du fournisseur de données, ainsi que par le choix du ou des cadres de *reporting* et d'analyse auxquels ils se réfèrent. Le choix du référentiel reflète le type d'approche adopté par l'agence de notation en matière d'évaluation. Les scores et notations visent à évaluer l'exposition des entreprises notées aux risques extra-financiers et la manière dont elles gèrent ces expositions. De manière schématique, certaines agences de notation extra-financière vont plutôt s'attacher à mesurer l'impact de ces expositions sur le modèle économique d'une entreprise donc, *in fine*, sur la valeur financière de ses actifs, et se réfèrent au référentiel SASB; il s'agit ici principalement des acteurs de marché (MSCI par exemple). D'autres ont une approche plus holistique et vont ainsi s'intéresser à l'impact environnemental, social et/ou de gouvernance sur l'environnement et la société au sens large ; la plupart de ces agences se réfèrent au standard GRI.

Il convient de noter que la plupart des scores et notations ESG ne sont pas définis en termes absolus, mais en termes relatifs : il s'agit de comparer une entreprise à un groupe de pairs.

A chacune de ces problématiques E, S, G sont associés des indicateurs, eux-aussi en nombre très variables. Les critères de choix de ces indicateurs ne sont pas toujours explicites, tout comme la définition des critères eux-mêmes et leur pondération dans l'évaluation. Plusieurs facteurs d'éligibilité sont néanmoins invoqués tels que la disponibilité et la comparabilité des données, ainsi que la pertinence de l'indicateur au regard de la question traitée, ce qui renvoie à la question de la « matérialité » (financière et/ou holistique).

La plupart des agences de notation extra-financières tiennent également compte des litiges et des controverses majeures dans la notation et produisent même pour certaines entreprises notées un score spécifique sur ce sujet. Certaines agences de notation ont par ailleurs développé des scores plus spécifiques, tels que par exemples des scores environnementaux mesurant dans quelle mesure les entreprises contribuent au réchauffement climatique.

Au sein de la population sous revue, le poids relatif de l'analyse quantitative et de l'analyse qualitative peut varier. Certaines agences de notation extra-financière, telles Vigeo-Eiris ou Sustainalytics, insistent sur l'importance des mesures qualitatives, comme permettant de nuancer le diagnostic et de mieux appréhender les spécificités des politiques et processus mis en place par les acteurs notés. À l'inverse, les agences adoptant une approche de « matérialité financière » auront tendance à privilégier des données quantitatives. Eccles et Strohle (2020) montrent ainsi que les indicateurs utilisés par MSCI, dont l'approche relève de la « matérialité financière » (*value-based organization*) sont, dans plus de 90 % des cas, des indicateurs quantitatifs, contre 20 % seulement pour une agence telle que Vigeo-Eiris, dont l'approche est plus holistique (*values-based organization*).

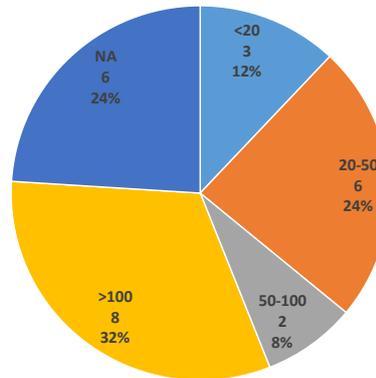
Le poids de l'intervention humaine et des évaluations qualitatives dans le processus de notation peut être grossièrement approximé par le rapport entre le nombre d'entités notées et le nombre d'analystes ESG. Ainsi, une agence de notation pour laquelle le nombre de notes attribuées par analyste et le nombre de critères analysés sont élevés sera plus susceptible de présenter une méthodologie fondée exclusivement sur des algorithmes. Pour près de la moitié des acteurs historiques de la notation ESG, le nombre de sociétés suivies par analyste est inférieur

<sup>12</sup> Toutefois, certaines agences ont récemment fait le choix de délaisser les méthodologies « *best-in-class* » fondée sur des comparaisons sectorielles, au profit de méthodologies évaluant les sociétés indépendamment de leur secteur d'appartenance, à l'image de Sustainalytics et de Morningstar en 2019.

<sup>13</sup> Ce nombre est logiquement plus faible pour des acteurs spécialisés : 3 à titre d'exemple, il est égal à 3 pour CDP, à savoir « Climate change », « Forests » et « Water Security ».

à 50, voire 20 dans 12 % des cas, reflétant une méthodologie où l’aspect analytique et qualitatif est particulièrement prononcé. C’est le cas notamment pour Vigeo-Eiris et Ethos.

**Graphique 7 : Nombre de valeurs notées par analyste ESG**



Source: AMF

La révision des notes et scores produits est généralement annuelle. Certains fournisseurs, en particulier les *start-ups* technologiques, indiquent toutefois effectuer des mises à jour pluriannuelles. Les mises à jour des notations sont ainsi effectuées mensuellement chez Owl analytics et Truevaluelab, toutes les semaines dans le cas de Refinitiv voire, quotidiennement pour Arabesque et RepRisk.

#### Validation des méthodes

Moins de la moitié des agences de notation ESG sous revue (40 %) disent faire appel à une expertise extérieure, soit en se dotant d’un conseil scientifique (pour cinq d’entre eux), soit en faisant appel à un groupe d’experts techniques. Ces experts peuvent être mandatés afin de garantir la robustesse des méthodologies utilisées et/ou leur application par les analystes dans l’exercice de l’activité de notation. Ils peuvent également être sollicités sur des aspects techniques en cas de litige avec les entreprises notées, comme c’est le cas pour Vigeo Eiris.

#### Diffusion et publicité des notations

La publicité donnée aux notations est largement dépendante du mode de rémunération. Ainsi, les notes produites à la demande de l’entreprise notée et donc payée par elle sont considérées comme propriété du mandataire, qui est le seul à décider de sa publication ou non. C’est pourquoi les agences de notation ESG, lorsqu’elles produisent une notation ESG à la demande d’un émetteur, ne la publient pas. À l’inverse, certaines agences, lorsqu’elles sont rémunérées par les investisseurs, publient les notes de manière systématique, à l’image d’Arabesque, Morningstar ou encore RepRisk.

Pour autant, quel que soit leur mode de rémunération, un bon nombre d’agences de notation ESG, lorsqu’elles participent à la production d’indices, publient les notes des entités faisant partie de ces indices. Rémunéré selon le modèle « Émetteur-payeur », Standard Ethics publie ainsi les notes des entreprises cotées qui font partie de son Indice Standard Ethics. Cette pratique tend du reste à se développer du fait de l’entrée en application du règlement *Benchmark*. Ainsi, MSCI, qui publiait déjà depuis novembre 2019 les scores de 2 800 titres composant son indice MSCI ACWI a annoncé en mai 2020 qu’elle généraliserait cette pratique à l’ensemble des composants d’indices actions et mixtes entrant dans le champ du Règlement *Benchmark*<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> “MSCI ESG Research makes MSCI ESG Ratings of over 2,800 companies publicly available, November 25, 2019.

“MSCI makes public ESG metrics for indexes and funds to drive greater ESG transparency”, May 20, 2020.

La publicité donnée aux notations dépend aussi du type de produit noté : elle est ainsi plus systématique pour la notation de fonds que pour la notation d'entreprises. Des agences comme CDP, Morningstar et MSCI la pratiquent. Cette publicité peut trouver un écho auprès d'investisseurs, y compris des investisseurs particuliers, voire influencer sur leurs décisions d'investissement.

Enfin, la publicité donnée aux notations est également dépendante du statut des fournisseurs de données : les sociétés à but non lucratif comme CDP rendent la note publique.

Plusieurs agences de notation extra-financières ont par ailleurs noué des partenariats commerciaux avec d'autres acteurs du secteur afin de diffuser plus largement, par l'intermédiaire de partenariats, les notes qu'elles produisent. Ainsi, Bloomberg diffuse sur son terminal les notes de CDP, Sustainalytics, ISS, RobecoSAM et depuis 2020, MSCI.

Enfin, il apparaît que la plupart des entreprises notées payent pour accéder à leur note/score ou à l'analyse sous-jacente (Vigeo-Eiris, Sustainalytics, Ecovadis)<sup>15</sup>. Parmi les fournisseurs analysés, seuls MSCI et ISS-ESG indiquent clairement donner aux entreprises l'accès gratuit à leurs données et rapport d'analyse les concernant.

**□ Les études académiques s'accordent sur l'absence de convergence des notations extra-financières et les besoins d'une plus grande transparence sur les méthodes**

De nombreuses études académiques ont été publiées ces dernières années sur la question des notations ESG. Toutes concluent à la faible convergence des notations extra-financières (Semenova and Hassel (2015), Chatterji, Durand, Levine et Touboul (2016), Dorfleitner, Halbritter et Nguyen (2015) ; Berg, Koelbel et Rigobon (2020)). Berg *et alii* (2020) évaluent ainsi la corrélation entre les scores extra-financiers de six agences de notation extra-financières<sup>16</sup> à 0,54 en moyenne, cette corrélation étant plus faible pour les scores relatifs aux dimensions sociales et de gouvernance (respectivement 0,42 and 0,30 - Tableau 2).

**Tableau 2 : Corrélation entre les notes extra-financières**

	KL SA	KL VI	KL RS	KL A4	KL MS	SA VI	SA RS	SA A4	SA MS	VI RS	VI A4	VI MS	RS A4	RS MS	A4 MS	Average
ESG	0.53	0.49	0.44	0.42	0.53	0.71	0.67	0.67	0.46	0.7	0.69	0.42	0.62	0.38	0.38	0.54
E	0.59	0.55	0.54	0.54	0.37	0.68	0.66	0.64	0.37	0.73	0.66	0.35	0.7	0.29	0.23	0.53
S	0.31	0.33	0.21	0.22	0.41	0.58	0.55	0.55	0.27	0.68	0.66	0.28	0.65	0.26	0.27	0.42
G	0.02	0.01	-0.01	-0.05	0.16	0.54	0.51	0.49	0.16	0.76	0.76	0.14	0.79	0.11	0.07	0.30

Source : Berg *et alii* (2020)

Il est intéressant de souligner que la divergence des notations ESG a suscité une offre nouvelle d'agrégation de notations : à partir de données brutes, d'indicateurs et des notations et scores existants, les agrégateurs de données produisent un score synthétique censé refléter une évaluation représentative de l'ensemble du marché.

Chatterji *et alii* (2016) expliquent cette divergence dans les évaluations par l'absence de consensus sur la définition de l'extra-financier ("*Common theorization*") ainsi que par la manière de mesurer un même concept ("*Commensurability*"). Les auteurs remarquent par ailleurs que le cadre conceptuel adopté dépend lui-même en partie du lieu où l'agence a son siège social. Pour Eccles et Stroehle (2020), celles-ci s'expliquent par les origines sociales des agences de notation extra-financière (origines historiques et organisationnelles).

Berg *et alii* (2020) confirment que les principales raisons des divergences de notation résident dans des différences entre ce qui est mesuré et qui entre dans le champ d'application de la note ("*Scope effect*"), mais surtout, la

<sup>15</sup> AFEP-MEDEF (2019) : « Initiative sur les relations entre entreprises et organismes de notation extra-financière : Synthèse des résultats et recommandations », Janvier

<sup>16</sup> KLD (MSCI Stats), Sustainalytics, Vigeo-Eiris (Moody's), RobecoSAM (S&P Global), Asset4 (Refinitiv) et MSCI.

manière de le mesurer ("*Measurement effect*"). En outre, le résultat de l'évaluation dépend en partie de la personne qui attribue la note ("*Rater effect*") : une entreprise bien (et respectivement mal) notée sur une catégorie (l'environnement par exemple), aura une plus forte probabilité d'être également bien (et respectivement mal) notée dans tous les autres domaines. Les différences dans les choix de pondérations ("*Weight effect*") n'expliqueraient en revanche qu'à la marge les différences dans les notations.

Christensen, Serafeim et Sikochi (2019) constatent que plus l'entreprise publie une information extra-financière, plus la divergence entre les notations est importante, ce qui confirme de manière indirecte l'importance des indicateurs comme facteurs explicatifs de l'absence de consensus. Celle-ci est par ailleurs plus importante pour les entreprises mal notées.

Kotsantonis et Serafeim (2019) montrent que, au-delà du choix des indicateurs, d'autres choix méthodologiques, portant notamment sur la définition de l'univers de notation ainsi que le traitement des valeurs manquantes, peuvent avoir un impact significatif sur les résultats de l'évaluation et contribuer ainsi à la divergence des notations. La notation étant souvent définie au niveau sectoriel et/ou de manière ordinale, la définition du groupe de pairs va en particulier avoir une importance cruciale pour la notation. D'une manière générale, un groupe de pairs défini sans référence au secteur d'appartenance des entités notées conduira par exemple, dans le cadre d'une évaluation environnementale, à pénaliser les sociétés appartenant à des secteurs polluants tout en améliorant la comparabilité des évaluations entre les entreprises. De leur côté, les notations définies selon le secteur d'appartenance dépendront du référentiel sectoriel choisi (par exemple, la taxonomie GICS -Global Industry Classification Standard- développée par MSCI et Standard & Poor's, ou BICS, classification sectorielle créée par Bloomberg... ).

De la même manière, les choix méthodologiques opérés lorsque la donnée est manquante sont également susceptibles d'influencer la notation des entreprises. À cet égard, de nombreuses options sont possibles. Une première option consiste à fixer des règles plus ou moins complexes pour pallier l'absence de données. Les règles les plus simples consistent à neutraliser dans le score l'absence de données (leur poids est ramené à zéro) ou, à l'inverse, attribuer un malus à l'entreprise pour laquelle la donnée est manquante. La première approche, qui est celle de MSCI par exemple, revient à accorder le bénéfice du doute aux sociétés non déclarantes. Elle ne pénalise pas les entreprises qui n'ont pas les moyens humains ou financiers (par exemple les entreprises de petite taille) de développer des *reportings* en adéquation avec les besoins des agences ; en revanche, cette approche présente l'inconvénient de ne pas inciter les entités notées à produire cette information extra-financière. À l'inverse, la seconde option revient à punir l'absence de donnée mais ce faisant, elle va pénaliser les acteurs qui n'auront pas eu les moyens de la produire. D'autres règles plus complexes sont envisageables, comme celle d'attribuer à une entreprise la valeur moyenne observée au niveau sectoriel. En cas de rupture de la série chronologique, les fournisseurs de données peuvent aussi choisir de retenir la valeur observée lors de la période précédente pour la période où elle est manquante. Une seconde option consiste à estimer les données manquantes à l'aide de modèles statistiques et économétriques.

Face à ces constats, les études académiques soulignent de manière unanime les risques que ferait peser une trop forte dépendance des investisseurs aux notes délivrées par les agences extra-financières qu'il s'agisse de déterminer leurs politiques d'investissement ou de remplir leurs obligations réglementaires. Ces risques porteraient notamment sur l'efficacité des marchés, la stabilité financière et la crédibilité des agences de notation extra-financières. Une telle dépendance pourrait en particulier apparaître chez des investisseurs n'ayant pas les ressources suffisantes pour mener leur propre analyse (petites sociétés de gestion ou investisseurs *retail*). Dans ce contexte, les chercheurs insistent sur la nécessité d'une plus grande transparence de la part des agences de notation sur les données et les méthodes qu'elles utilisent plutôt qu'une convergence des méthodologies.

## 2.2. UNE OFFRE TRÈS DIVERSIFIÉE DE SERVICES DÉRIVÉE DE LA DONNÉE

À partir de ces services de base, les fournisseurs de données, services et analyses ESG ont développé au fil du temps des offres de produits et services dérivés très diverses, en particulier ceux destinés de manière spécifique aux investisseurs. Ce constat n'est guère surprenant dans la mesure où les fournisseurs de données extra-financières sont aujourd'hui encore principalement financés par les investisseurs. Jusque-là plus limitée, l'offre de services destinée à répondre aux besoins des émetteurs tend néanmoins également à s'accroître.

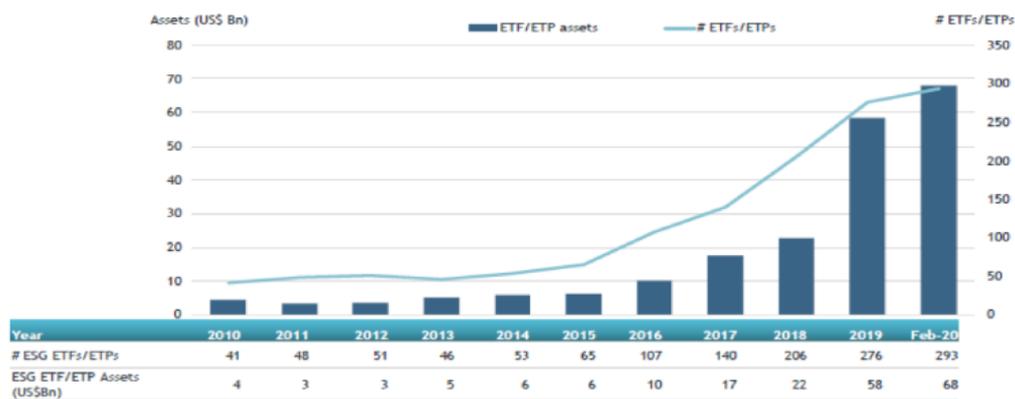
### 2.2.1. L'offre de services destinée aux investisseurs

#### □ La production d'indices mesurant les performances d'actifs sous-jacents au regard de critères ESG

À partir des scores qu'ils produisent, les fournisseurs de données ESG établissent des classements (*ranking*), ainsi que des indices de performance, génériques ou « sur mesure ». Ces activités sont très largement répandues chez les diffuseurs de données ESG analysés (elle concerne la quasi-totalité d'entre eux à l'exclusion des fournisseurs d'indices spécialisés). La production d'indices est souvent réalisée en collaboration avec des fournisseurs d'indices généralistes ou des investisseurs. Ces indices sont utilisés par les investisseurs pour estimer les performances relatives de leurs investissements ou pour construire des fonds indiciels, cotés (ETF) ou non. Ce segment d'activité a un potentiel de développement important dans la mesure où nombre d'investisseurs institutionnels mettent en œuvre la politique ESG par le biais de la gestion passive (Bennani *et alii* (2018), Grillet-Aubert (2020)).

L'utilisation grandissante des indices ESG trouve une illustration dans la croissance exponentielle du nombre d'ETF ESG et des encours sous gestion. Embryonnaire au début de la dernière décennie, le marché représenterait début 2020 un encours sous gestion de 68 milliards de dollars dans le monde (Source ETFGI). Cette taille reste néanmoins pour l'heure limitée si on la compare à la taille du marché dans son ensemble (5 400 milliards d'euros sous gestion en juin 2020 selon l'EFAMA<sup>17</sup>).

### Global ESG ETF and ETP asset growth as at end of February 2020



Source: ETFGI data sourced from ETF/ETP sponsors, exchanges, regulatory filings, Thomson Reuters/Lipper, Bloomberg, publicly available sources and data generated in-house. Note: This report is based on the most recent data available at the time of publication. Asset and flow data may change slightly as additional data becomes available.

<sup>17</sup> EFAMA International Statistical Release Q2 2020.

#### **Le *Screening* (positif ou négatif)**

Cette fonctionnalité, proposée par la quasi-totalité des fournisseurs de données ESG généralistes et par les acteurs de marché, permet de sélectionner/exclure certaines sociétés au sein d'un portefeuille en fonction de critères ESG afin de définir un univers investissable.

#### **La participation à la création et la gestion de fonds ISR**

Cette offre consiste en l'accompagnement des investisseurs et gérants d'actifs, parfois à travers des partenariats, en matière de construction de portefeuilles, de développement de produits et, plus largement, de définition de stratégies d'investissement. Cette activité est proposée par plusieurs fournisseurs sous revue (Ethifinance, Ethos, Covalence notamment). Arabesque présente de son côté la particularité de commercialiser des fonds ISR qui s'appuient directement sur ses propres scores (S-Ray score).

#### **Les analyses de portefeuilles**

Les outils d'analyse des portefeuilles permettent aux investisseurs d'évaluer les risques liés aux enjeux ESG des actifs composant les portefeuilles, en fonction des notations extra-financières, d'identifier les meilleures et les moindres performances par portefeuille et/ou par domaine ESG. Cette offre est souvent combinée avec l'estimation de l'empreinte carbone des fonds. Ces services sont proposés par la quasi-totalité des fournisseurs de données ESG généralistes et par les acteurs de marché.

#### **L'analyse normative**

Ce service vise à évaluer dans quelle mesure les entreprises respectent les normes et conventions internationales telles que celles édictées par l'organisation internationale du travail ou la Déclaration Universelle des Droits de l'Homme. Ce service est fourni par la quasi-totalité des fournisseurs historiques de données ESG généralistes mais n'est pas développée par les autres acteurs du marché.

#### **Le suivi des controverses**

Le suivi des controverses permet de suivre les allégations et contentieux affectant les entreprises (et donc leur réputation et leur sécurité juridique) et, de manière indirecte, les personnes qui leur sont liées. Les controverses sont généralement classées selon leur fréquence d'occurrence et leur niveau de gravité. Sont également identifiées les réponses apportées par les sociétés. Les données relatives aux controverses sont mises à jour de manière très fréquente (de façon hebdomadaire, voire quotidienne). Cette activité est proposée par la quasi-totalité des fournisseurs historiques de données ESG généralistes et des acteurs de marché.

#### **L'aide au *reporting* réglementaire**

La mise en œuvre effective ou à venir de nouvelles réglementations a conduit à la proposition d'une offre nouvelle à destination des investisseurs, tels que, par exemple, des services assurant la conformité vis-à-vis des règlements *Disclosure* et *Benchmark*.

#### **Le suivi de l'engagement**

Le suivi de l'engagement vise à identifier les thèmes potentiels d'engagement actionnarial en matière d'ESG et à accompagner les investisseurs en tant que conseils et facilitateurs dans la mise en œuvre de leur politique d'engagement. Cette offre est proposée par la moitié des fournisseurs historiques de données ESG généralistes.

#### **L'analyse des résolutions et de conseil de vote en assemblée générale**

Cette offre consiste à accompagner les investisseurs dans la prise en compte de l'ESG dans leur politique de vote. Ce service recouvre des analyses des assemblées générales, la formulation de recommandations de vote, une assistance administrative pour l'exercice de leurs droits de vote (gestion des formulaires de vote), et l'exercice des droits de vote pour le compte d'investisseurs. Ce service est assuré seulement par trois fournisseurs de données sous revue (ISS-ESG, Ethos et Inrate, ces deux derniers acteurs étant par ailleurs centrés sur la Suisse).

#### **Intelligence économique**

Cette activité consiste dans la production de connaissances structurées sous la forme de veille informationnelle et d'analyse visant à faciliter l'aide à la décision.

### **2.3. UNE OFFRE DE SERVICES PLUS SPECIFIQUEMENT DESTINEE AUX ENTREPRISES EN DEVELOPPEMENT**

Les services proposés par les fournisseurs de données aux émetteurs recouvrent deux types d'offres :

#### **Les activités d'audit, de conseil**

Ces services visent à identifier les sources de risques / d'opportunités et à mettre en place une stratégie ESG globale ou ciblée sur l'une des composantes et ses déclinaisons concrètes (feuille de route, *reporting*...). Elle est proposée par la moitié des acteurs historiques de la fourniture de données ESG sous revue.

#### **L'évaluation externe** de produits de financement

Ce service consiste dans l'évaluation de produits tels que les obligations vertes et sociales en termes d'allocation, d'impact, de qualité du *reporting*, aboutissant à la production de « *second opinions* », certifications ou labels. Ce service est proposé par un tiers des acteurs historiques de la fourniture de données ESG analysés.

Ces services, effectués à la demande de l'émetteur, suivent le modèle de rémunération de l'émetteur-payeur. Sur ce segment de marché, les fournisseurs de données ESG sont de plus en plus en concurrence avec les cabinets d'expertise comptable et d'audit qui ont développé une offre sur le segment ESG.

Acteurs historiques : Produits et Services

Produits/Services	ISS-ESG	SUSTAINALYTICS	VIGEO-EIRIS	Covalence	Standard Ethics	INRATE	Ethos*	Ecovadis	Ethifinance	Ideal Ratings	Trucost	South Pole	CDP*
Nationalité	US	NL	FR	SUISSE	UK	Suisse	Suisse	FR	FR	US	UK	Suisse	Supra (All/UK/US)
Implantation UE	Oui	Oui	Oui	Non	Non	Non	Non	Oui	Oui	Non	Oui	Oui	Oui
Groupe	DBAG	Morningstar	Moody's						Qivalio		S&P		
Date création	1985	2008	2002	2001	2004	1995	1997	2007	2003	2006	2000	2006	2002
Intelligence économique													
Notation&analyse/Score													
Analyse normative													
Ranking													
Bases de données													
Exclusion sectorielle/éthique													
Controverses													
Indices													
Conseil en vote													
Engagement													
Exposition des portefeuilles/risques													
Gestion d'actifs													
Audit													
Evaluation <i>Financing</i> (GB, ...)													
Spécialisation					Italie/Notation sollicitée	Suisse	Suisse	Notation sollicitée	PME/non coté	Finance islamique	Climat	Environnement	Environnement

Sources : Sociétés ; Note : \*= Fondation/organisation à but non lucratif

Nouveaux entrants : Produits et Services

	IHS Markit	MSCI ESG Research	L.S.E. (FTSE Russel/Beyond ratings)	Refinitiv	Bloomberg	S&P (Robeco SAM)	CSR Hub*	Arabesque	TruValue Labs	Impak	Owl Analytics	RepRisk
Type acteur	Market	Market	Market	Market	Market	CRA	Tech	Tech	Tech	Tech	Tech	Tech
Nationalité	UK	US	UK/FR	UK	US	US	US	All	US	CND	US	Suisse
Implantation UE	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Non	Oui	Non	Non	Non	Oui
Date création							2007	2013	2013	2016	2018	2006
Intelligence économique												
Notation&analyse/score												
Analyse normative												
Bases de données												
Exclusion sectorielle/éthique												
Controverses												
Indices												
Ranking												
Conseil en vote												
Engagement												
Fonds: exposition des portefeuilles/risques												
Sélection univers d'investissement												
Gestion d'actifs												
Conseil, Audit												
Cotation, Evaluation produits de financement (Green Bonds, ...)												

Sources : Sociétés

## Références Bibliographiques

Bennani L., T. Le Guénédal, F. Lepetit, L. Ly, V. Mortier, T. Roncalli, T. Sekine (2018); How ESG Investing has impacted the asset pricing in the equity market; Amundi Discussion Paper 36

Berg, F., J. F. Koelbel, et R. Rigobon (2020) : Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings., MIT Sloan School Working Paper.

Christensen D., G. Serafeim et A. Sikochi (2019): “Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings,” Harvard Business School Working Paper.

Chatterji K., R. Durand, D. I. Levine, et S. Touboul (2016) : Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8):1597–1614, 2016.

Dorflleitner G., G. Halbritter, et M. Nguyen (2015) : Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches. *Journal of Asset Management*, 16 (7):450–466, 2015.

Eccles R. G. and J. C. Strohle (2020): Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures Working paper.

Grillet-Aubert (2020) : Le marché des indices financiers : Opportunités et risques, AMF Risques et tendances, Juin.

Kotsantonis S. et G. Serafeim (2019): Four Things No One Will Tell You About ESG Data, *Journal of Applied Corporate Finance* 31 (2), Spring 2019, pages 50-58.

Semenova N. and L. G. Hassel (2015). On the Validity of Environmental Performance Metrics. *Journal of Business Ethics*, 132(2):249–258, 2015.

**Annexe : Liste des sociétés de l'échantillon**

- 1 Arabesque
- 2 BLOOMBERG
- 3 CDP
- 4 Covalence
- 5 CSR Hub
- 6 Ecovadis
- 7 Ethifinance/SpreadResearch
- 8 Ethos
- 9 Ideal Rating
- 10 IHS Markit
- 11 Impak
- 12 INRATE/zRating
- 13 LSEG (FTSE Russel/Beyond ratings)
- 14 ISS-ESG
- 15 MSCI ESG Research
- 16 Owl Analytics
- 17 Refinitiv
- 18 RepRisk
- 19 S&P(RobecoSAM)
- 20 SouthPole
- 21 Standard Ethics Ltd
- 22 SUSTAINALYTICS
- 23 Trucost
- 24 TruValue Labs
- 25 VIGEO-EIRIS