

LES ENJEUX ESG DANS LE RISQUE DE CRÉDIT ET LES NOTATIONS FINANCIÈRES : RÉUNIR LES ANALYSTES ET LES ÉMETTEURS

Atelier à Paris

12 décembre 2019



GORDON AND BETTY
MOORE
FOUNDATION

L'initiative *ESG in Credit Risk and Ratings* est financée par la Fondation Gordon and Betty Moore par l'intermédiaire de The Finance Hub, créé en vue de promouvoir la finance durable.

POINTS RELEVÉS LORS DE LA TABLE RONDE À PARIS

Le projet des PRI [ESG in credit risk and ratings](#) (Les enjeux ESG dans le risque de crédit et les notations financières) offre pour la première fois aux entreprises la possibilité de s'exprimer sur la manière d'améliorer la prise en compte des enjeux ESG dans l'analyse crédit. Ce bref article résume certains des points clés qui sont ressortis lors d'un atelier qui s'est récemment tenu à Paris. Il s'agissait du premier d'une série d'ateliers qui permettront aux analystes crédit *buy and sell buy-side* et *sell-side* ainsi qu'aux agences de notation de dialoguer avec les départements *corporate finance* des émetteurs de dettes. Il fait suite à une série de 21 forums organisés par les PRI entre septembre 2017 et septembre 2019 pour favoriser le dialogue entre les investisseurs et les agences de notation et promouvoir la prise en compte transparente et systématique des enjeux ESG dans l'évaluation du risque de crédit.¹

L'atelier de Paris a été organisé en collaboration avec la Société Française des Analystes Financiers (SFAF). Quatre groupes de discussion ont été mis en place, chacun d'entre eux comprenant une entreprise (Danone, Klépierre, Sanofi et Total), une agence de notation (Fitch Ratings, Moody's Investors Service, Scope Ratings et S&P Global Ratings) et environ sept représentants d'investisseurs ou de banques d'investissement. Les points clés des discussions sont présentés ci-dessous et regroupés selon quatre principaux domaines. L'annexe propose un guide de discussion qui pourra être enrichi et affiné lors d'autres tables rondes à venir.

1. RENFORCER LA COMMUNICATION



Même s'ils dialoguent régulièrement avec les agences de notation, les membres des départements *corporate finance* des entreprises ont rarement l'occasion de rencontrer les analystes crédit – généralement les activités d'engagement avec les entreprises sont en effet plutôt menées par les investisseurs actions. La présence de membres des services de relations aux investisseurs a facilité les discussions pour les représentants du *corporate finance* qui ne sont pas habitués à ce type d'engagement direct.

Les analystes ont estimé que les informations communiquées par les entreprises n'étaient généralement pas adaptées aux besoins des investisseurs obligataires, dans la mesure où les indicateurs financiers qui sont fournis (y compris en matière d'enjeux ESG) sont destinés, avant tout, à permettre aux entreprises de remplir leurs devoirs envers leurs actionnaires. De même, les analystes ont indiqué qu'il existait des incohérences entre les informations publiées dans les prospectus obligataires et le rapport annuel en raison des divergences entre les réglementations de la

¹ Les conclusions tirées des discussions menées lors de ces forums, ainsi que les recommandations d'actions futures, sont présentées dans la série de rapports intitulés « Changement des perceptions : ESG, risque de crédit et notations » (*Shifting perceptions: ESG, credit risk and ratings*) disponibles sur www.unpri.org/credit-ratings.

plupart des juridictions. Les risques ESG sont fréquemment absents de la liste des risques mis en avant par les équipes juridiques dans le prospectus. En outre, lorsque les obligations font partie d'un *programme* d'émission, le prospectus n'est pas revu, et les clauses restrictives des prêts (*covenants*) n'y sont pas non plus mentionnées.

« Il existe des incohérences entre les informations publiées dans les prospectus obligataires et le rapport annuel. »

De ce fait, certains analystes ont indiqué qu'ils se fiaient aux informations fournies par les agences de notation pour certains aspects de leur analyse. Ils ont également fait part de leurs difficultés à entrer en contact avec la direction générale, alors que c'est une pratique plus facile et déjà bien établie pour les agences de notation. Dans la mesure où celles-ci ont régulièrement des contacts avec la direction des entreprises et accès à des informations et prévisions qui n'ont pas été rendues publiques, elles peuvent échanger avec la direction en meilleure connaissance de cause sur les stratégies et prévisions de l'entreprise. De manière générale, les analystes des agences de notation ont également moins d'entreprises à suivre que leurs homologues chez les investisseurs.

2. MATÉRIALITÉ : ÉTABLIR DES LIENS

Aux yeux des entreprises, les investisseurs et agences de notation ne semblent pas considérer les stratégies de développement durable comme faisant partie intégrante des modèles économiques à long terme et de la résilience opérationnelle.



Même s'il est clair que la matérialité diffère selon les secteurs, les entreprises et les analystes doivent approfondir l'examen de l'ensemble des liens existant entre les enjeux ESG et la qualité de crédit afin de mieux comprendre quels sont les données et indicateurs clés de performance qui leur sont nécessaires, en sus de ceux traditionnellement utilisés pour l'analyse financière. Entre temps, il est possible que ceci contribue au décalage - parfois évoqué par les investisseurs - entre les questions des analystes et les réponses des entreprises.

Compte tenu de la complexité des mécanismes d'influence des enjeux ESG sur le risque de crédit, les investisseurs et les agences de notation doivent se mettre en relation avec plusieurs départements de l'entreprise pour être efficaces. Les agences de notation sont déjà en contact avec un grand nombre de représentants des entreprises, mais il reste encore à déterminer quels sont ceux que les analystes crédit devraient rencontrer en priorité.

Même si les agences de notation ont récemment effectué un travail important pour mieux cartographier la matérialité des enjeux ESG, les investisseurs et les émetteurs n'ont toujours pas une vision claire de la manière dont elles prennent en compte ces enjeux ESG dans leurs méthodologies.

« Les entreprises et les analystes doivent approfondir l'examen de l'ensemble des liens existant entre les enjeux ESG et la qualité de crédit »

3. LES DIFFICULTÉS LIÉES AUX DONNÉES



Les entreprises ont également du mal à cerner le rôle et l'utilité des fournisseurs de données ESG. Elles estiment souvent que les demandes de données semblent hors sujet et déconnectées des réalités du secteur. Autre sujet de préoccupation, le problème récurrent posé par les multiples formats de reporting sur les données ESG, qui mobilisent d'importantes ressources pour leur collecte et leur transmission. De manière générale, les entreprises ne comprennent pas le sens d'un grand nombre des requêtes qui leur sont adressées par les fournisseurs de données.

Les analystes crédit ont indiqué avoir très peu recours aux données de ces derniers, préférant réaliser leur propre analyse à l'aide de celles qui sont directement transmises par les émetteurs. De nombreux analystes ont observé que les données des fournisseurs répondent davantage aux besoins des analystes ESG qu'à ceux des analystes crédit, et sont par conséquent souvent insuffisamment axées sur la matérialité financière pour être utilisées dans l'analyse crédit.

« Les entreprises ne comprennent pas le sens d'un grand nombre des requêtes qui leur sont adressées par les fournisseurs de données. »

Dans l'ensemble, les entreprises estiment qu'elles publient dans divers rapports un grand nombre d'informations ESG qui sont d'une manière ou d'une autre à la disposition des analystes pour être trouvées et utilisées. Les analystes considèrent comme un obstacle la prolifération d'informations dans divers canaux de diffusion et préféreraient disposer d'informations déjà harmonisées pour démarrer leur analyse.

4. ASPECTS SPÉCIFIQUES AUX SECTEURS

Les discussions ont également mis en évidence plusieurs aspects spécifiques, mais non exclusifs, aux secteurs des entreprises représentées – agroalimentaire (Danone), industrie pharmaceutique (Sanofi), secteur pétrolier (Total) et immobilier (Klépierre) :

AGROALIMENTAIRE ■ travail sur la conception des emballages ■ développement de plastiques recyclés et biosourcés ■ agroécologie, par ex., régénération des sols ■ émissions de gaz à effet de serre ■ certification B Corp que Danone a été l'un des premiers à obtenir ■ qualité et sécurité des produits (notamment aliments pour nourrissons) ■ nutrition/santé	INDUSTRIE PHARMACEUTIQUE ■ qualité et sécurité des produits ■ pollution de l'air et des sols ■ transport des médicaments, notamment réfrigération ■ réputation et litiges ■ programmes d'approvisionnement durable pour les fournisseurs
SECTEUR PETROLIER ■ données quantitatives comparables pour les modèles des analystes ■ actifs dépréciés (<i>stranded assets</i>) ■ reporting TCFD ■ divergences d'horizon temporel – les investissements à long terme des émetteurs génèrent des coûts à court terme qui intéressent les analystes ■ difficulté à évaluer l'impact des émissions Scope 3	IMMOBILIER ■ forte proportion des coûts de rénovation correspondant au respect des normes ESG ■ tests de résistance des portefeuilles fondés sur des modèles météorologiques ■ difficulté à mesurer les émissions Scope 3 ■ certification BREEAM normalisant l'évaluation de la consommation énergétique ■ influence indéniable de l'efficacité énergétique sur la valeur des actifs, mais difficulté à faire le lien avec les revenus locatifs ou les taux d'occupation

Restez informé des actualités de l'initiative des PRI *ESG in credit risk and ratings*

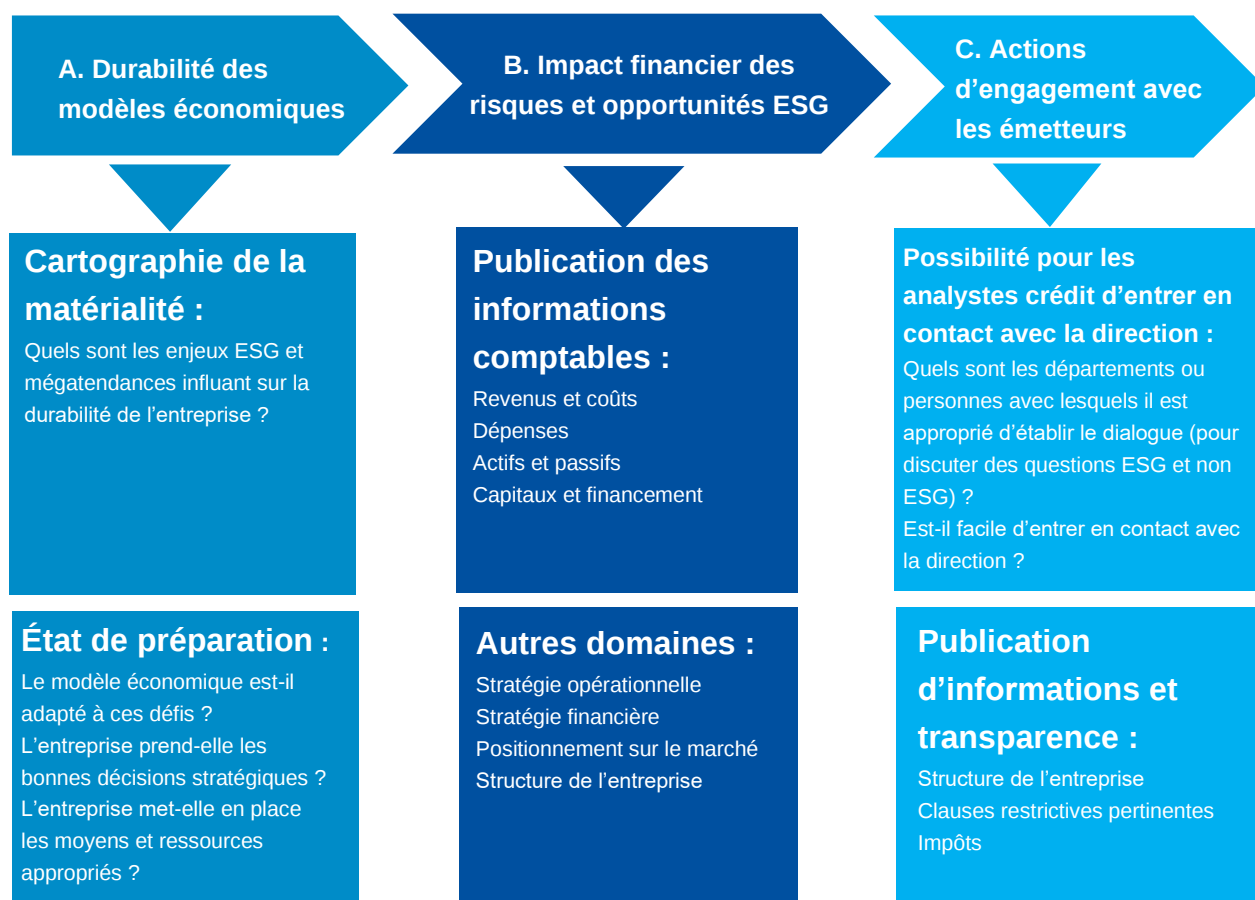
ANNEXE : GUIDE DE DISCUSSION

Le présent guide a été élaboré par les analystes crédit en prévision de la table ronde qui s'est tenue à Paris. Il vise à faciliter la discussion sur les enjeux ESG susceptibles d'avoir une incidence sur la solvabilité d'un émetteur de dettes. D'autres tables rondes à venir permettront de l'enrichir et de l'affiner. Nous espérons qu'il améliorera la recherche documentaire des analystes crédit, la publication des informations et les actions d'engagement avec les dirigeants des émetteurs, quel que soit le secteur, et permettra ainsi de mieux comprendre l'impact des enjeux ESG sur la qualité de crédit des emprunteurs.

Les analystes ont convenu de se concentrer sur trois principaux thèmes pertinents pour l'analyse du risque de crédit :

- **A. la durabilité des modèles économiques** (notamment la cartographie de la matérialité des enjeux ESG et l'état de préparation de l'émetteur pour y répondre et les atténuer) ;
- **B. l'impact financier des risques et opportunités ESG** sur la publication des informations comptables, les principales stratégies et la structure de l'entreprise ;
- **C. le dialogue avec les émetteurs** (en réfléchissant à la manière non seulement d'établir des voies de communication pour les acteurs du crédit, mais aussi de renforcer la publication d'informations et la transparence).

Tableau 1. Axes prioritaires en matière d'analyse crédit pour prendre en compte les enjeux 33ESG. Sources : EFFAS – CESGA / Commission crédit de la SFAF



Les analystes ont en outre évoqué la nouvelle orientation à donner à l'analyse du risque de crédit, en examinant plus particulièrement² :

- **les horizons à plus long terme** (l'analyse doit être plus dynamique et plus prospective)
- **aussi bien les opportunités que les risques** (faire comprendre aux émetteurs que les répercussions sur le coût de leur capital peuvent être positives ou négatives).

Au-delà des questions spécifiques aux entreprises ou aux émetteurs, les analystes crédit ont également mis en avant une série de tendances macroéconomiques touchant les pays et secteurs qu'il convient d'intégrer dans l'analyse de la durabilité/ESG au moyen d'une approche *top-down*.

² Pour savoir comment les enjeux ESG sont pris en compte dans l'analyse du risque de crédit, voir « Changement des perceptions : ESG, risque de crédit et notations – 1^{re} partie : état des lieux des pratiques (*Shifting perceptions: ESG, credit risk and ratings: part 1 – the state of play*). »

Tableau 2. Principales tendances macroéconomiques à large impact. Sources : EFFAS – CESGA / Commission crédit de la SFAF

Population – problèmes connexes	Évolutions démographiques (par ex., vieillissement de la population), tendances en matière de santé (par ex., malnutrition, obésité), migration, inégalités sociales, préférences des <i>millennials</i>
Digitalisation	Connectivité (Internet des objets), sources de ruptures des modèles économiques, cybersécurité, activités en ligne, automatisation et intelligence artificielle, nanotechnologies, mégadonnées (<i>big data</i>)
Transition énergétique et écologique	Énergies renouvelables, réduction de la pollution, maintien de la biodiversité, gestion des déchets, économie circulaire, gestion des ressources

Les analystes crédit ont par ailleurs présenté une série d'enjeux ESG pouvant présenter un intérêt. Les questions environnementales sont analysées de manière extrêmement approfondie, dans la mesure où elles sont récemment devenues plus visibles, non seulement en raison de l'augmentation de la fréquence et de la gravité des risques physiques, mais aussi du fait de la rapidité d'évolution de l'environnement réglementaire. À l'inverse, l'étroitesse des analyses relatives aux questions sociales reflète la nécessité pour les analystes comme pour les investisseurs de renforcer leurs efforts dans ce domaine, alors que la gouvernance fait depuis longtemps partie de l'analyse crédit.

ENJEUX ENVIRONNEMENTAUX

Les discussions sur l'environnement devraient porter essentiellement sur l'identification des ruptures susceptibles d'affecter de manière importante une entreprise ou d'influencer sa stratégie principale.

Les analystes devraient utiliser une approche *bottom-up* afin de suivre les variables importantes figurant ci-dessous.

- **Consommation de ressources** : utilisation des matières premières, de l'eau, de l'énergie et des ressources recyclées
- **Empreinte environnementale** :
 - Des processus : déchets, pollution de l'eau, recyclage, biodiversité, empreinte carbone
 - Des produits et services : cycle de vie des produits, empreinte carbone
- **Innovation verte** : écoconception de nouveaux produits et services, économie circulaire

Tableau 3. Principaux risques et impact financier potentiel. Sources : EFFAS – CESGA / Commission crédit de la SFAF

PRINCIPAUX RISQUES	IMPACT FINANCIER POTENTIEL
Climatiques physiques Aigus : ■ Accroissement de la gravité des phénomènes météorologiques extrêmes comme les cyclones et inondations Chroniques : ■ Changements des régimes de précipitations et variabilité extrême des cycles météorologiques ■ Augmentation des températures moyennes ■ Élévation du niveau des océans	■ Diminution des revenus liée à la réduction de la capacité de production (difficultés de transport, interruptions des chaînes d'approvisionnement...) ■ Diminution des revenus et hausse des coûts liées aux impacts négatifs sur la main-d'œuvre (santé, sécurité, absentéisme...) ■ Passage en pertes et sortie anticipée des actifs existants (dommages aux biens et actifs situés dans des zones à « haut risque » ...) ■ Hausse des coûts d'exploitation (approvisionnement insuffisant en eau pour les centrales hydroélectriques ou le refroidissement des centrales nucléaires ou à combustibles fossiles...) ■ Augmentation du coût du capital (dommages aux installations...) ■ Diminution des revenus résultant de la baisse des ventes/de la production ■ Hausse des primes d'assurance et difficultés potentielles à assurer les actifs situés dans des zones à « haut risque »
Technologiques ■ Remplacement des produits et services existants par des solutions à faibles émissions ■ Échec des investissements dans les nouvelles technologies ■ Coûts de la transition vers des technologies à plus faibles émissions	■ Passage en pertes et sortie anticipée des actifs existants ■ Contraction de la demande de produits et services ■ Dépenses de R&D dans des technologies nouvelles et alternatives ■ Dépenses d'investissement dans le développement technologique ; Coûts d'adaptation et de déploiement de pratiques et processus nouveaux

Tableau 4. Principales opportunités et impact financier potentiel. Sources : EFFAS – CESGA / Commission crédit de la SFAF

OPPORTUNITÉS	IMPACT FINANCIER POTENTIEL
Sources d'énergie ■ Utilisation de sources d'énergie à plus faibles émissions ■ Recours à des mesures politiques incitatives ■ Utilisation de nouvelles technologies ■ Participation au marché du carbone ■ Évolution vers la production décentralisée d'énergie	■ Réduction des coûts d'exploitation (par ex., en tirant parti des possibilités de réduction de la pollution les moins coûteuses) ■ Réduction de l'exposition aux futures hausses de prix des combustibles fossiles ■ Réduction de l'exposition aux émissions de GES et par conséquent de la sensibilité aux évolutions du prix du carbone ■ Rendements des investissements dans les technologies à faibles émissions ■ Meilleures conditions d'accès aux capitaux (par ex., du fait d'un plus grand nombre d'investisseurs favorisant les producteurs d'énergie à plus faibles émissions) ■ Effet positif sur la réputation entraînant une hausse de la demande de biens et services
Efficacité dans l'utilisation des ressources ■ Utilisation de modes de transport plus efficaces ■ Utilisation de processus de production et de distribution plus efficaces ■ Recours au recyclage ■ Évolution vers des bâtiments plus efficaces ■ Réduction de l'utilisation et de la consommation d'eau	■ Réduction des coûts d'exploitation (par ex., grâce à des gains d'efficacité et des réductions de coûts) ■ Augmentation de la capacité de production entraînant une hausse des revenus ■ Hausse de la valeur des actifs immobilisés (par ex., bâtiments labellisés à haute efficacité énergétique) ■ Effets positifs sur la gestion et la planification des effectifs (par ex., amélioration de la santé et de la sécurité, satisfaction du personnel) entraînant une diminution des coûts

Les analystes devraient faire le lien entre les informations publiées et l'impact (positif ou négatif) sur les variables financières et non financières. Il est essentiel de rapprocher les informations publiées existantes de l'impact financier potentiel des risques et opportunités. À titre d'illustration, la baisse en volume de la consommation d'eau ou d'électricité doit être reliée aux coûts de l'eau ou de l'électricité enregistrés dans le compte de résultat.

ENGAGEMENT/DIALOGUE

L'un des aspects de l'engagement mené sur les questions environnementales consiste à évaluer la conformité de l'émetteur aux obligations réglementaires existantes et sa capacité d'adaptation aux changements prévisibles, en particulier dans la mesure où des objectifs clairs en matière de transition énergétique commencent à apparaître. Les analystes peuvent, par exemple, poser les questions suivantes :

- Comment votre entreprise entend-elle contribuer à l'appel du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) à réduire les émissions de gaz à effet de serre (GES) de 40 à 70 % d'ici 2050 afin de limiter le réchauffement climatique en deçà de 2 °C ?³ Quelles sont les conséquences financières des mesures que vous avez l'intention d'adopter ?
- Comment avez-vous pris en compte les objectifs énergétiques et climatiques actuels de l'Union européenne pour 2030⁴ dans votre *business plan* ? Quel sera l'impact financier de la mise en conformité avec ces exigences ?

Par ailleurs, un analyste a proposé de préciser si les chiffres de GES publiés étaient nets ou bruts, car on observe dans les reportings une grande confusion et beaucoup d'incohérences à ce sujet.

QUESTIONS SOCIALES

Les risques sociaux matériels dépendent de la taille de l'entreprise, de la nature de son activité et de sa chaîne de valeur. Il convient de distinguer les questions propres à l'entreprise (autrement dit, à gérer en interne) des indicateurs et sujets externes (qui ont plutôt un lien avec les parties prenantes extérieures à l'entreprise, comme les fournisseurs, clients et pouvoirs publics locaux).

Indicateurs et sujets liés à l'entreprise :

- **Organisation interne** : soutien à l'innovation (par ex., dépenses de R&D, brevets), indicateurs liés au personnel (par ex., taux de rotation et d'absentéisme), liens avec les syndicats
- **Gestion des talents** : attractivité, mobilité interne, formation professionnelle
- **Efficacité des ressources humaines** : productivité
- **Diversité** : répartition par âge, parité hommes-femmes, équilibre sociétal, équilibre international
- **Santé et sécurité** : taux d'accident, taux de gravité, sécurité des sites, formation à la sécurité
- **Culture d'entreprise** : éthique, équité

Indicateurs et sujets externes :

- **Fournisseurs** : sous-traitance, typologie des fournisseurs (complexité de la chaîne d'approvisionnement, degré d'interdépendance), équilibre des pouvoirs, coûts cachés, risques géographiques
- **Clients** : image de marque, sécurité des données, sécurité des produits, nouvelles pratiques de consommation
- **Activités sur les marchés internationaux** : structures de surveillance appropriées, en particulier sur les marchés émergents ; exclusions possibles
- **Communautés et sociétés** : relations avec les pouvoirs publics locaux, régulateurs, syndicats, ONG, associations professionnelles, communautés locales

³ Pour en savoir plus, consultez le site Internet du [Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat](#).

⁴ Actuellement, les objectifs clés du [cadre d'action de l'UE pour le climat et l'énergie à l'horizon 2030](#) sont : la réduction des GES d'au moins 40 % (par rapport aux niveaux de 1990), l'augmentation de la part des énergies renouvelables à au moins 32 % et l'amélioration de l'efficacité énergétique d'au moins 32,5 %. Les objectifs ont été approuvés en octobre 2014 et révisés ensuite à la hausse en 2018 pour les énergies renouvelables et l'efficacité énergétique.

ENGAGEMENT/DIALOGUE

L'un des aspects de l'engagement en matière de questions sociales consiste à évaluer le degré de connaissance de l'entreprise concernant les pratiques de travail de ses fournisseurs (par ex., respect des droits de l'homme) ou le financement de la chaîne d'approvisionnement, ainsi que l'utilisation d'accords de type affacturage inversé.

QUESTIONS DE GOUVERNANCE

Les indicateurs et sujets de gouvernance à examiner sont essentiellement, mais pas seulement, liés à la transparence, en particulier à la clarté des informations et à leur publication en temps voulu.

- **Conseil d'administration** : composition du conseil d'administration, profil des membres indépendants, séparation des fonctions de directeur général/président du conseil, diversité, structure de rémunération des dirigeants (composantes financières et non financières)
- **Structure d'entreprise** : entités juridiques et, s'il s'agit d'un groupe, garanties (les informations publiées doivent être simples et explicites)
- **Respect des pourvoyeurs de capitaux** :
 - Actionnaires minoritaires
 - Créanciers, notamment publication d'informations sur les clauses restrictives bancaires les plus significatives (accompagnées des définitions et calculs le cas échéant), indication explicite du rang des créances et des garanties/subordination
 - **Contrôle des risques** : Historique de la corruption, des ententes, fraudes, litiges
 - Mesures prises en interne suite à l'apparition de controverses ou de litiges (mesures correctives) et leur contribution à l'amélioration du profil opérationnel financier
- **Audit** :
 - Comité d'audit : composition, parcours des membres
 - Auditeurs : ancienneté du mandat, rémunération
- **Affiliations** : l'émetteur est-il signataire de principes directeurs (par ex., le Pacte mondial des Nations Unies, le World Business Council for Sustainable Finance, ou d'autres normes professionnelles ou sectorielles comme les Principes de l'Équateur pour les banques) ? Si tel est le cas, avec quel niveau d'engagement ?
- **Cadres de reporting** : l'émetteur a-t-il adopté un cadre de reporting comme celui de la Global Reporting Initiative (GRI), du Green Building Certification Institute (GRESB), du Sustainability Accounting Standard Board (SASB) ou du Groupe de travail sur la publication d'informations financières relatives au climat (Task Force for Climate-Related Financial Disclosure – TCFD) ?
- **Historique et organisation de la responsabilité sociale des entreprises (RSE)** :
 - Existence d'une personne ou d'une équipe chargée de la RSE
 - Périmètre, critères de nomination et rattachement hiérarchique
 - Intégration à la stratégie de l'entreprise : processus de décision des lignes directrices en matière de RSE

ENGAGEMENT/DIALOGUE

Les analystes peuvent poser des questions sur :

- **La facilité d'accès à la direction** : l'accessibilité et l'ouverture de la direction peuvent constituer des signaux (positifs/négatifs) concernant la gouvernance.
- Autres questions :
 - Comment l'émetteur a-t-il fait évoluer sa prise en compte de la durabilité/des questions ESG ?
 - Les évolutions sont-elles suivies ? Qu'est-ce qui fonctionne bien et ne fonctionne pas bien ?
 - Quels sont les moyens mis en place pour s'assurer de l'implication des collaborateurs du groupe ?