



Élaboration d'un modèle de notation ESG robuste pour les investisseurs responsables

L'investissement responsable n'a jamais été une science exacte. Il s'agit d'un ensemble varié de sources, entremêlant résultats d'analyses spécifiques, suivi des engagements publics, ainsi que de multiples points de données, permettant de distinguer les entreprises les plus durables, et ce tout en maintenant des rendements financiers attractifs. La notation ESG (environnement, social et de gouvernance) présentée ici est notre solution méthodologique pour parvenir à cette distinction, tout en spécifiant les risques qui pourraient entrer en jeu.



Benjamin Jacot
AXA IM Head of Sustainable Investment Solutions

Nous croyons très fermement que les scores ESG doivent être une combinaison d'analyses qualitatives et quantitatives, afin de pouvoir fonctionner à grande échelle sans alourdir les coûts pour nos clients. Ces scores doivent également refléter, selon nous, la réalité de l'ESG : il n'y a pas de formule magique. Flexibilité et précaution sont ainsi nécessaires pour créer l'outil idoine, qui doit être capable de refléter correctement le risque, et éventuellement de guider les décisions d'investissement visant à protéger ou améliorer les performances financières.

Pour réaliser cet objectif, AXA IM est passé d'une approche dite «mixée» vers une autre «structurée», dénommée Q². Cette méthodologie permet une visibilité complète des composants, contrairement à l'approche précédente, qui, en entrecroisant les contributions de nombreux fournisseurs, rend difficile l'interprétabilité des résultats. L'approche Q² permet d'expliquer en détail comment la recherche nous a conduit à un score particulier.

Notre approche se concentre sur des fournisseurs spécialisés, en l'occurrence

MSCI pour les scores ESG principaux et Sustainalytics pour mesurer l'exposition aux controverses. Là où nous identifions des lacunes dans la couverture de nos fournisseurs, nos propres analyses, internes, sont capable d'étendre l'univers des investissements. De même, elles nous permettent d'ajuster les scores bruts en cas de désaccord avec une conclusion. Ce processus fait l'objet d'une revue entre pairs en interne, avant de pouvoir être implémenté. Il s'agit ici de privilégier la transparence, la remise en question et donc de favoriser une approche «challenge & audit».



L'avenir des scores ESG

L'approche « structurée » évite l'écueil de celle « mixée », qui dispersait la responsabilité des décisions prises entre une gamme de fournisseurs. Si cela avait du sens auparavant pour des besoins de couverture, le secteur mûrit rapidement et des historiques considérables sont construits par des leaders émergents. Ce processus devrait probablement s'accélérer, de notre point de vue.

Actuellement, la corrélation entre les fournisseurs de scores ESG est assez faible, en comparaison notamment à l'alignement très étroit entre principaux fournisseurs de notation de crédit. Cependant, au cours des cinq à dix prochaines années, nous nous attendons à ce que la notation ESG se généralise et devienne une partie standard de l'arsenal de l'investisseur. Cela entraînera inévitablement une plus grande corrélation et aura des implications intéressantes.

Il est probable qu'un petit nombre de fournisseurs émergeront comme leaders et ne deviennent peut-être à terme les seuls acteurs de ce marché. Dans cet environnement, les scores ESG deviendraient probablement des produits standardisés, aux coûts amoindris, et pourraient même être intégrés à d'autres services d'investissement plus ordinaires. Dans ce scénario où les scores ESG seront aussi répandus et cohérents que les notations de crédit, il se pourrait bien que le marché fixe systématiquement le prix des émissions en fonction de ces scores.

Avec les risques ESG pleinement pris en compte, les investisseurs responsables pourraient alors concentrer leur attention sur des problématiques spécifiques telles que le climat, ou sur des objectifs de développement durable des Nations Unies particuliers (ODD / SDG). Parallèlement, plus d'efforts seraient consacrés à la prévision des notations ESG officielles et à l'anticipation de leurs changements potentiels. Il s'agirait d'une analogie à ce qui se fait actuellement sur le marché obligataire, où les anticipations d'amélioration ou détérioration de notation d'une dette permettent de saisir une opportunité de spread lorsque certains investisseurs deviennent des vendeurs forcés.

Changement de portefeuilles

Nous pensons que l'orientation vers cette forme de matérialité financière directe et immédiate en ESG est déjà bien avancée. Le système de notation d'AXA IM est dès à présent adapté à cette évolution, tout en apportant suffisamment de clarté sur toutes les décisions prises.

Nous pensons qu'il est préférable de maintenir deux sources de données et d'exploiter leurs spécialisations respectives. Ainsi, nous utilisons pour nos portefeuilles MSCI pour les risques matériels liés à l'ESG et Sustainalytics pour les risques réputationnels et l'exposition aux controverses. Cela crée deux listes d'exclusion très différentes et une explication très claire quant à la raison pour laquelle nous avons pu choisir de ne pas investir.

Nous examinons ensuite les analyses dédiées à une entreprise particulière, produites par le fournisseur spécialisé, pour comprendre comment l'entreprise a été évaluée par rapport à chaque pilier E, S et G. Ne concentrer l'effort que sur le fournisseur dédié facilite sensiblement la tâche de nos analystes ESG, afin qu'ils puissent apporter notre expertise et notre expérience lorsqu'il s'agit d'analyser nos désaccords sur un score.

En pratique, nos analystes sont en mesure de prendre des décisions en temps réel sur la manière dont les événements peuvent avoir changé concernant une entreprise. Par exemple, un nouveau PDG qui décide que la rémunération doit être liée aux objectifs climatiques peut nous amener à adopter une vision plus favorable sur le pilier « Environnement ».

Il est crucial de noter que c'est une décision qui serait entièrement transparente, fondée sur des preuves, et facilement communicable aux clients qui doivent comprendre en détail la nature et l'étendue des risques ESG. Vous pouvez trouver plus de détails sur la manière dont cela se produit dans la section « Création d'une exception », ci-après.

L'utilisation de nos scores ESG a trois implications claires et directes pour les gérants de portefeuille

- 1 La **première** est l'exclusion des entreprises qui ont un score ESG de 1,4 ou moins.¹
- 2 **Deuxièmement**, la plupart des stratégies d'AXA IM ont pour objectif déclaré de surperformer le score ESG de leur indice de référence.
- 3 **Troisièmement**, toutes les stratégies qui participent à des programmes de labellisation de fonds devront rendre compte de certains indicateurs clés de performance qui incluent très souvent des scores ESG ou une composante de ces scores. Dans ce cas, les scores peuvent permettre à un gérant d'affiner sensiblement l'univers d'investissement en fonction des performances en matière de durabilité.



¹ Les gérants peuvent demander au comité de suivi et d'engagement ESG de détenir une entreprise dont la note est inférieure à 1,4 sur la base d'une justification valable démontrant la non-matérialité des risques ESG ou démontrant avec succès la conviction que l'émetteur atténue de manière vérifiable les risques ESG déclarés.

Normes de l'industrie

L'effet sur les scores du changement de méthodologie a été neutre dans l'ensemble. Il y a à peu près autant de scores qui ont été abaissés ou améliorés en vertu de la nouvelle méthodologie structurée que via notre système de challenge & audit.

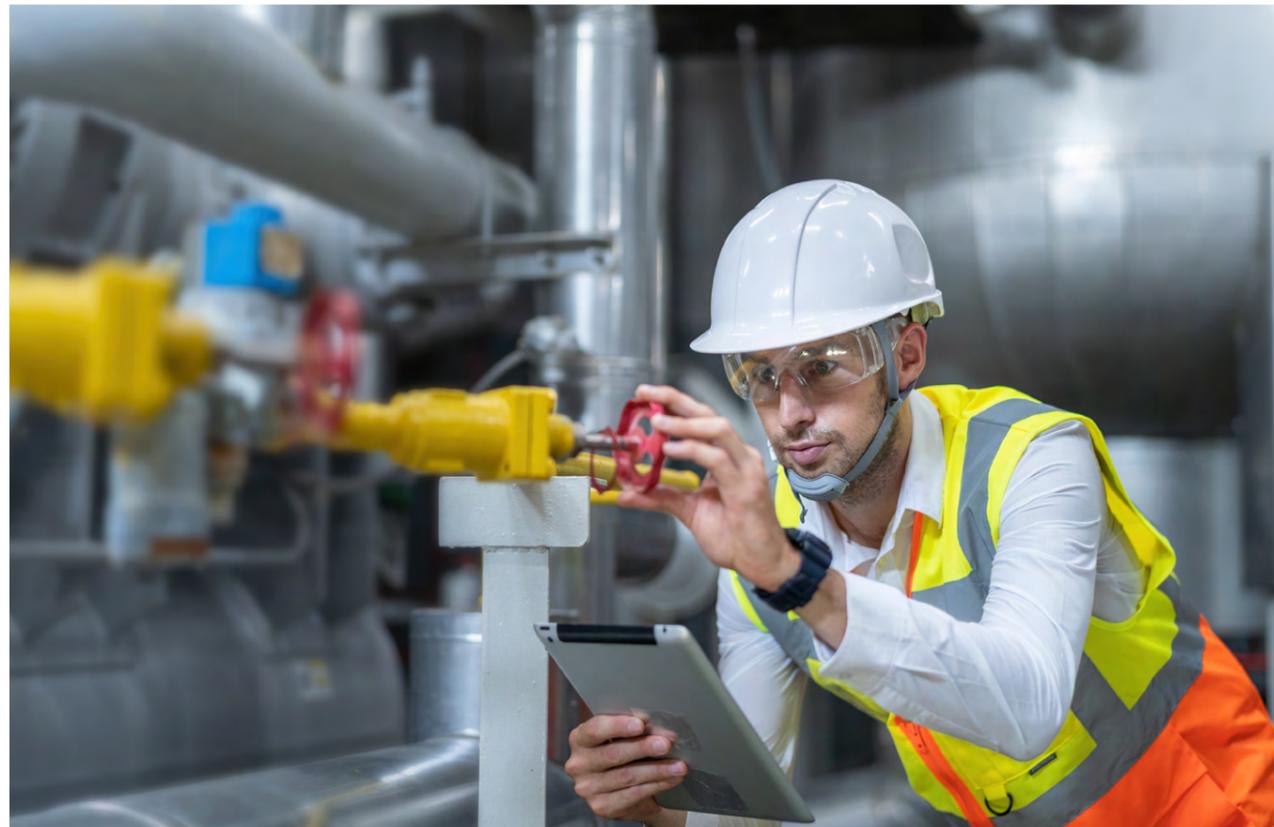
Nous pensons que c'est une meilleure approche, mieux adaptée aux évolutions dans le monde de l'entreprise et de l'investissement. Il fut un temps où un score de 10 en Europe signifiait quelque chose de très différent d'un score de 10 aux États-Unis. Il est beaucoup plus intuitif, selon nous, de comprendre qu'un score élevé dans le secteur pétrolier et gazier signifie quelque chose de très différent d'un score élevé dans le

secteur des énergies renouvelables. Cet ajustement, basé sur l'industrie, capture également des éléments régionaux.

Cela contribue également à résoudre une source majeure de disparités dans l'investissement ESG : la divulgation. Notre point de vue est que l'ajustement régional est loin de refléter correctement la divergence de la qualité des réglementations. Nous pensons qu'il devrait y avoir une pénalité lorsque les entreprises ne communiquent pas de manière transparente aux investisseurs. Ainsi, une entreprise obtenant un score de 10 en Europe, où le régime de divulgation est très avancé, devrait bénéficier d'un avantage ESG par rapport à

une entreprise ne répondant qu'aux exigences minimales d'un régime réglementaire moins complet.

L'entreprise ne peut pas toujours être tenue responsable d'opérer à dessein dans un environnement réglementaire moins avancé, et il peut y avoir un désavantage concurrentiel à chercher à respecter les normes d'un autre régime, mais ce n'est pas ici à propos. Il s'agit de refléter correctement les risques matériels pour les investisseurs, et nous pensons que c'est actuellement la meilleure façon de le faire. La notation ESG est un outil d'investissement, et en tant que tel, elle doit fonctionner avec la même rigueur que celle appliquée à la mesure financière traditionnelle.



Encourager la symbiose

En termes généraux, les portefeuilles actions d'AXA IM sont orientés vers les petites et moyennes entreprises plutôt que vers les grandes capitalisations. Sachant cela, il serait intuitif de s'attendre à ce que l'abandon d'une notation régionale ait un effet négatif sur les scores ESG. C'est en fait l'inverse qui s'est produit. L'une des raisons est un biais de sélectivité en faveur de l'Europe présent généralement dans les portefeuilles, mais aussi ce que d'aucuns appelleraient « biais de qualité ».

Plus précisément, au sein des petites et moyennes entreprises, les gestionnaires de portefeuille ont déjà favorisé les entreprises les mieux notées en matière d'ESG. Cela reflète une étroite convergence entre la recherche d'une mesure ESG robuste et utile et le processus de construction de portefeuille. À long terme, nous espérons rendre cette relation plus symbiotique, où les deux éléments se nourrissent mutuellement pour une appréciation réellement tridimensionnelle des risques en temps réel. Si un gestionnaire de portefeuille envisage de réduire sa position dans une entreprise pour des raisons liées à l'ESG, cela devrait se refléter dans la notation ESG, ce qui peut potentiellement améliorer les résultats pour tous les investisseurs.

Nous pensons qu'un tel mariage heureux entre la notation ESG et la construction de portefeuille est à portée de main. Nous souhaitons anticiper cette évolution et croyons que cela peut être mieux réalisé grâce à cette combinaison de qualitatif et de quantitatif, avec un processus robuste de challenge & audit, et le tout dans le but de fournir une clarté pratique à nos clients.



Création d'une exception

Les scores ESG d'AXA IM vont de 0 à 10 avec une décimale, ce qui nous donne une échelle de 100 points pour mesurer les progrès des entreprises qui s'améliorent ou descendent dans l'échelle. Nous regroupons ensuite ces scores en cinq étapes, comme le montre le graphique ci-dessous.

QUALITE DE LA DONNEE ESG	SCORES ESG	CATEGORIE ESG	CORRESPONDANCES QUALITATIVES RI
FAIBLE	0 - 1.4	RI5	L'entreprise n'a pas fait preuve d'une gestion adéquate des risques ESG et/ou l'entreprise a été confrontée à de nombreuses controverses importantes
EN-DESSOUS DE LA MOYENNE	1.4 - 4	RI4	L'entreprise n'atténue pas ses principaux risques ESG, ce qui pourrait représenter un risque important pour son activité dans un avenir prévisible
MOYENNE	4 - 6	RI3	L'entreprise a pris des mesures pour atténuer les risques ESG, mais le développement durable n'est pas clairement intégré dans les activités de l'entreprise
AU-DESSUS DE LA MOYENNE	6 - 8	RI2	L'entreprise dispose d'une solide gestion des risques ESG et le développement durable est intégré dans la stratégie générale, mais des progrès supplémentaires sont nécessaires
ELEVEE	8 - 10	RI1	Entreprise leader pour laquelle le développement durable est au cœur de sa stratégie et/ou de son modèle d'affaire

Ces scores ne sont pas sacrés, et notre approche est de les soumettre à la contestation. Pour ce faire, le système retenu est cloisonné et doit suivre un processus clair de test et d'audit. Le plus souvent, un gestionnaire de portefeuille présentera une demande de modification d'un score - qui, si elle est validée, est ensuite soumise aux étapes suivantes au sein du Comité de surveillance et d'engagement ESG :

- **Analyse** du score quantitatif actuel et de sa place dans le portefeuille/référence. Le score actuel doit être compris dans son contexte, afin de mettre la proposition de modification en perspective. Les détentions et les impacts sont partagés pour information par les membres dédiés du département d'AXA IM en charge des scores ESG.
- **Présentation** de la proposition par le demandeur. Il s'agira de présenter un argumentaire factuel structuré pour un changement de score, en suivant une trame de cinq étapes. Cette trame, mêlant définitions quantitatives et qualitatives, assure une cohérence des ajustements. La proposition devrait concerner directement au moins l'un des piliers E, S ou G, et entraîner un ajustement matériel du score global.
- **Challenge et discussion** autour de la proposition. Les membres votants du comité sont soutenus par les experts de leur équipe, le cas échéant, couvrant l'entreprise concernée. D'autres représentants de la gestion de portefeuille sont également invités à participer activement, dans le but de créer un environnement de mise à l'épreuve pouvant conduire à une prise de décision éclairée.
- **Vote** des membres du comité concerné. En cas de doute raisonnable que le comité puisse être confronté à un conflit d'intérêts, le président a le pouvoir de demander à un membre votant de s'abstenir du vote.

Le présent document est publié uniquement à titre d'information concernant l'Article 29 de la loi n° 2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat et ne constitue pas une recherche en investissement ni une analyse financière concernant des transactions d'instruments financiers conformément à la directive MiFID (2014/65/UE). Il ne saurait en outre constituer une offre d'achat ou de vente de tout investissement, produit ou service de la part d'AXA Investment Managers ou de ses sociétés affiliées. Il ne doit pas être considéré comme une sollicitation ou un conseil d'investissement, juridique ou fiscal, une recommandation pour une stratégie d'investissement ou une recommandation personnalisée d'achat ou de vente de titres.

Toute mention de produits ou de stratégies est faite à titre indicatif. Le fait de viser un ODD en particulier ne signifie en rien que les Nations unies approuvent AXA Investment Managers, ses produits ou services ou les activités qu'elle a planifiées et ne constitue pas, de manière explicite ou implicite, une recommandation vis-à-vis d'une stratégie d'investissement. Les produits ou stratégies mentionnés dans ce document peuvent ne pas être enregistrés ni disponibles dans votre territoire. En particulier, les parts du fonds ne peuvent pas être proposées, vendues ou transférées à des Ressortissants des États-Unis, tels que définis à la règle S de la loi sur les valeurs mobilières de 1933 («U.S. Securities Act»). Le traitement fiscal relatif à la détention, la souscription ou la cession d'actions ou de parts du fonds dépend du statut ou du traitement fiscal de chaque investisseur et est susceptible d'être modifié. Tout investisseur potentiel est fortement encouragé à demander conseil à ses propres conseillers fiscaux.

Ni MSCI ni toute autre partie impliquée dans la collecte, le calcul ou l'élaboration des informations MSCI ne fournissent de garanties ou de déclarations, expresses ou implicites, relativement auxdites données (ou aux résultats découlant de leur utilisation), et ces parties déclinent toute garantie quant à l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la qualité marchande ou l'adéquation à un usage particulier desdites informations. Sans préjudice de ce qui précède, MSCI, ses entités affiliées et toute autre personne impliquée dans la collecte, le calcul ou l'élaboration des informations fournies par MSCI ne sauraient être tenues responsables au titre de dommages directs, indirects, particuliers, punitifs, consécutifs ou de toute autre nature (y compris la perte de bénéfice), qu'elles aient été ou non informées de la possibilité de tels dommages. Toute distribution ou diffusion de données MSCI est interdite sans l'autorisation écrite expresse de MSCI.

Les données ESG utilisées dans le processus d'investissement sont basées sur des méthodologies ESG qui s'appuient en partie sur des données tierces et sont dans certains cas développées en interne. Ils sont subjectifs et peuvent évoluer avec le temps. Malgré plusieurs initiatives, le manque de définitions harmonisées peut rendre les critères ESG hétérogènes. Ainsi, les différentes stratégies d'investissement qui utilisent des critères ESG et du reporting ESG sont difficiles à comparer entre elles. Les stratégies intégrant des critères ESG et ceux qui intègrent des critères de développement durable peuvent utiliser des données ESG qui paraissent similaires mais qui doivent être distinguées car leur méthode de calcul peut être différente.

Publié par AXA Investment Managers Paris, Tour Majunga – La Défense 9 – 6, place de la Pyramide – 92800 Puteaux. Société anonyme au capital de 1 421 906 euros, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 353 534 506, AXA Investment Managers Paris est une société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le no GP 92008 en date du 7 avril 1992.

Dans les autres pays, ce document est diffusé par la filiale locale d'AXA Investment Managers SA.

Design & Production: Internal Design Agency (IDA) | 18-UK-011217 - 12/2023 | Photo Credit: Getty Images