

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

## Atelier émetteurs français *sub-investment grade*



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 L'ATELIER

Le projet des PRI [ESG in credit risk and ratings](#) offre pour la première fois aux entreprises la possibilité de s'exprimer sur la manière d'améliorer la prise en compte des facteurs environnementaux, sociaux et liés à la gouvernance (ESG) dans l'analyse du risque de crédit. Cet article résume les points essentiels d'un atelier organisé avec des émetteurs français *sub-investment grade* (IG), réunissant des analystes crédit *buy-side* et *sell-side*, des représentants des agences de notation, ainsi que des équipes *corporate finance* et relations investisseurs. L'atelier, organisé en collaboration avec la Société française des analystes financiers (SFAF), est le quatrième de la série [Réunir les analystes et les émetteurs](#), dans le cadre de l'initiative *ESG in credit risk and ratings*, qui promeut la prise en compte transparente et systématique des facteurs ESG dans l'évaluation du risque de crédit.<sup>1</sup>

*Au cours de l'atelier destiné aux émetteurs sub-IG français, cinq groupes de discussion ont été organisés, chacun étant composé d'une entreprise (Atalian, Casino, CMA-CGM, iQera et Loxam), de représentants de six agences de notation et de 34 investisseurs ou analystes de banques d'investissement provenant de près de 20 établissements, ainsi que des membres des Commissions ESG et de Crédit de la SFAF (voir l'Annexe pour consulter liste exhaustive des entités participantes). Les discussions ont eu lieu le 25 novembre 2020 en vertu de la règle de Chatham House. Elles ont été structurées autour d'un guide de discussion distribué aux participants avant l'événement et adapté par secteur.<sup>2</sup>*

Plusieurs observations de cet atelier ont fait écho à des thèmes soulignés ailleurs dans la série, tout en restant axées sur les questions ESG liées au crédit (à savoir quels facteurs peuvent impacter les flux de trésorerie d'une entreprise, quel est le coût de transition vers une activité plus durable). Dans cet article, nous ne mettons en lumière que des thèmes nouveaux ou sectoriels, et faisons le point sur les nouvelles solutions que les participants ont commencé à étudier.

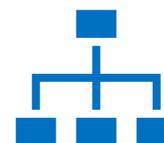
Dans l'ensemble, à l'exception du secteur du transport maritime, les discussions se sont davantage concentrées sur les facteurs sociaux, plutôt que sur les facteurs environnementaux ou liés à la gouvernance – tenant ainsi compte du fait que les émetteurs participants étaient des entreprises de prestation de services, dont les activités tendent à être plus intensives en main-d'œuvre que certains des contributeurs impliqués dans les ateliers précédents (par exemple, les entreprises manufacturières ou du secteur pétrolier). Certains facteurs sociaux étaient communs entre les participants (comme la gestion des ressources), d'autres étaient propres au secteur et sont énumérés à la fin de la présente note. Par ailleurs, des discussions ont porté sur des thèmes supplémentaires tels que la réglementation européenne. Enfin, les représentants des agences de notation participantes ont expliqué la façon dont ils continuent d'intégrer les facteurs ESG à leurs méthodologies de notation de crédit (qui sont des

<sup>1</sup> La série d'ateliers fait suite à 21 tables rondes organisées pour les analystes crédit côté investisseurs institutionnels et les représentants des agences de notation entre 2017 et 2019. Les discussions sont documentées dans la trilogie, [Shifting perceptions: ESG, credit risk and ratings](#).

<sup>2</sup> Les PRI ont initialement publié ce guide de discussion après [l'atelier de Paris](#), le premier de la série. Ils seront affinés au fur et à mesure de la poursuite des ateliers.

activités réglementées) et la façon dont ils ont amélioré l'intégration de ces facteurs dans leurs notations.<sup>3</sup>

## 1. LA PERTINENCE DE LA STRUCTURE DE L'ENTREPRISE POUR L'ANALYSE ESG



La structure de l'entreprise (taille et actionnariat : familiale, détenue par un fonds de *private equity* ou cotée) a une incidence considérable sur la manière dont les analystes intègrent les facteurs ESG à leur évaluation des entreprises *high yield* (HY)<sup>4</sup> par rapport aux émetteurs IG.

Ces dimensions déterminent les ressources qu'une entreprise consacre à sa communication ESG et l'accessibilité desdites informations aux acteurs du marché. Les petites entreprises, qui sont très répandues parmi les émetteurs sub-IG, disposent de moins de ressources pour collecter et communiquer les données ESG, tandis que les entreprises privées ne sont pas soumises aux mêmes exigences de reporting que les entreprises publiques. Enfin, les petites entreprises sont souvent positionnées sur des marchés de niche. Cela complique la comparaison entre pairs, car il est difficile d'identifier des indices de référence appropriés.

La structure actionnariale d'une entreprise peut avoir une incidence sur sa transparence, sur le délai de sa stratégie commerciale, sur sa culture interne ainsi que sur le recours à des politiques d'endettement et de rémunération – facteurs importants pour évaluer la gouvernance.

« Le marché du crédit ne se limite pas aux sociétés cotées ; la réglementation devra également être imposée aux sociétés non cotées. Mais cela nécessite une normalisation des données et l'instauration de cadres adaptés aux petits émetteurs. »

Les analystes crédit utilisent régulièrement des informations telles que la composition du conseil d'administration d'une entreprise pour en évaluer la complexité. Les entreprises familiales ont tendance à être plus flexibles et plus rapides dans la prise de décisions. Elles peuvent également être davantage disposées à prendre des risques à moyen et long terme, contrairement aux entreprises cotées qui subissent les fluctuations du marché à court terme. Considérons maintenant les aspects négatifs : elles peuvent être moins transparentes et souvent restreindre l'accès à leurs sites Internet par les investisseurs. Bien que les investisseurs reconnaissent la légitimité de cette pratique, cette dernière entrave encore davantage les comparaisons sectorielles.

L'un des participants a constaté que les entreprises familiales peuvent être mal notées en matière de gouvernance si elles sont évaluées par les analystes à l'aide d'indicateurs clés de performance (ICP)

<sup>3</sup> Cela s'inscrit dans le cadre de leur engagement en faveur d'une transparence accrue, telle que promue par l'initiative *ESG in credit risk and ratings* qu'ils soutiennent, ainsi qu'en réponse aux [nouvelles orientations sur les obligations d'information](#) de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA).

<sup>4</sup> Dans le reste de la note, les abréviations sub-IG et HY sont utilisées de manière interchangeable.

– ou *key performance indicators* (KPI), en anglais – mieux adaptés aux sociétés cotées. Dans le même temps, certaines entreprises familiales peuvent manquer d'administrateurs indépendants, ce qui minimise l'équilibre des pouvoirs assuré par leurs conseils d'administration.

Les fonds de *private equity* mettent souvent en place des structures complexes pour leurs participations, afin de tirer parti de l'effet de levier utilisé et d'optimiser l'imposition. À ce titre, ils peuvent être réticents à divulguer des informations, notamment en ce qui concerne la protection des créanciers dans les covenants ou en lien avec les données ESG, et peuvent même empêcher les entreprises dans lesquelles ils investissent de faire de telles divulgations. Cela contribue à une certaine opacité dans les rapports financiers des émetteurs détenus par des fonds de *private equity*. Les analystes crédit accordent une plus grande importance à la transparence de l'information financière (notamment des covenants) que les analystes de *private equity*, qui se concentrent davantage sur la protection des actionnaires.

### SOLUTIONS EMERGENTES

En organisant des réunions plus régulières avec les porteurs d'obligations et les acheteurs de titres de créance, les entreprises HY pourraient aider à surmonter les obstacles que leurs structures peuvent poser, notamment sur les questions de gouvernance. Ce type d'échanges peut s'avérer bénéfique aux deux parties, car les analystes peuvent transmettre leurs attentes ESG et comprendre quels risques et opportunités ESG sont les plus stratégiques pour les entreprises.

## 2. LA COMMUNICATION TOUJOURS EN LIGNE DE MIRE

Faisant écho aux précédents ateliers, les investisseurs et les entreprises participants ont réclamé l'amélioration de la communication bidirectionnelle sur les questions ESG.



Les investisseurs souhaitent que les entreprises communiquent davantage d'informations, et de meilleure qualité. Pour les émetteurs HY non cotés, cela est souvent limité en raison de leur taille. En outre, puisque les analystes *buy-side* couvrent de nombreux émetteurs, et de différents secteurs, simultanément, ils souhaitent que les entreprises communiquent de manière plus proactive sur leurs objectifs ESG et leur stratégie de développement durable, au lieu d'avoir à les demander, compliquant ainsi encore davantage leurs recherches. Sur une note positive, les entreprises participantes à l'atelier ont toutes annoncé qu'elles prévoyaient de publier des rapports ESG dans les mois à venir.

Les entreprises attendent davantage de conseils et d'orientations de la part des investisseurs sur les questions ESG. Elles observent que les analystes crédit ne posent que quelques questions en lien avec les facteurs ESG, leur principale préoccupation étant la santé financière des émetteurs et leur respect des engagements.

Les discussions avec les investisseurs sur les questions sociales et environnementales restent faibles et les entreprises ont peu de visibilité sur ce que les investisseurs pensent de leurs politiques ESG (ce qui est approprié ou ce qui pourrait être amélioré). Ce constat laisse penser que :

- Les investisseurs peinent à relier les facteurs ESG à la matérialité financière.
- La communication des entreprises sur les sujets ESG s'adresse pour l'instant à des tiers (clients, fournisseurs ou entités communiquant des informations ESG).

« Il est important de faire converger les données ESG et les informations financières ».

#### SOLUTIONS EMERGENTES

Lors de la publication des résultats, les entreprises HY pourraient consacrer un certain temps aux sujets ESG et présenter aux investisseurs des diapositives qui sont liées aux informations financières pertinentes.

### 3. ASSOCIER LES FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX ET SOCIAUX À LA QUALITÉ DU CRÉDIT



Les analystes ont l'habitude d'évaluer l'incidence de la gouvernance sur la qualité de crédit et ils commencent maintenant à se concentrer sur les questions environnementales, qui sont davantage susceptibles d'être évaluées et comprises. En effet, les entreprises tentent de réduire leurs émissions de périmètre 3 pour fidéliser leurs clients ou éviter les risques réputationnels au sein de leur chaîne d'approvisionnement.

Par exemple, une entreprise participante a commencé à évaluer son empreinte carbone et a investi dans des équipements plus propres, en raison de la demande de produits à faibles émissions de carbone par les clients et des nouvelles réglementations interdisant le diesel dans les grandes villes.

Les gros investisseurs et certaines agences de notation ont commencé à produire des matrices de matérialité en interne. L'élaboration d'une cartographie de la matérialité financière des enjeux ESG peut s'avérer utile, mais il reste difficile de modéliser l'incidence de ces facteurs sur les dépenses d'exploitation et d'investissement en l'absence de données harmonisées. Bien qu'un cadre de reporting existe déjà, avec notamment le *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)* ou l'Association européenne de l'immobilier public existent, ces standards sont principalement utilisés par les investisseurs *equity* et ne sont pas encore massivement adoptés.

Parmi les trois piliers E, S et G, il a été convenu que la matérialité des facteurs sociaux reste le facteur le plus difficile à évaluer.

Les participants ont constaté que, parmi les facteurs sociaux, le risque d'atteinte à la réputation peut avoir une incidence considérable sur la performance financière d'une entreprise et sur sa capacité à rembourser sa dette, car l'éventuelle publicité négative liée au mauvais traitement des employés, les rappels de produits et les différends avec les communautés locales sont susceptibles d'avoir des

répercussions sur les coûts et les bénéfices qui pourraient affecter la qualité de crédit d'une entreprise.

Toutefois, le risque réputationnel peut également être lié à des facteurs qui ne sont pas sous le contrôle direct d'une entreprise, causés par des changements sociétaux, y compris les diverses préférences ou valeurs des consommateurs. De nouveaux comportements et évolutions technologiques affectent de nombreuses entreprises du secteur des services. Par exemple, dans le secteur de la distribution, les attitudes des clients vis-à-vis du bien-être animal et de l'alimentation biologique peuvent nécessiter des changements de production qui ont une incidence sur la rentabilité.

### SOLUTIONS EMERGENTES

En l'absence de normes et d'une meilleure compréhension des facteurs sociaux matériels, les entreprises pourraient commencer à publier régulièrement un ensemble d'indicateurs et les associer à des éléments financiers (tels que leur incidence sur les coûts de production, la valeur ajoutée ou l'EBITDA). Les indicateurs suivants constituent un point de départ utile : le taux de rotation et de satisfaction des employés, le niveau de formation des employés, les accidents du travail, l'absentéisme et les statistiques sur la maladie. Les entreprises en produisent déjà, mais ils ne sont pas toujours publiés de façon régulière ou comparable (c'est-à-dire qu'ils ne sont pas cohérents ou suffisamment fréquents et ne peuvent figurer dans les mêmes documents/sources). Ils doivent être publiés sur une durée suffisamment longue pour être utiles.

## 4. L'INCIDENCE SUR LE COUT DU CAPITAL

Le coût du capital d'une entreprise variera selon qu'elle est notée IG ou HY.

Toutefois, certains participants ont relevé que la performance ESG d'une entreprise n'avait pas d'incidence évidente sur son coût du capital. Bien que la demande reste forte, le cours des obligations durables n'est pas plus intéressant à l'heure actuelle, bien qu'un observateur ait constaté qu'une certaine différenciation se dessine sur le marché IG.



Néanmoins, les participants ont noté que le coût du capital pourrait augmenter si l'accès à la réserve de financement devient plus limité, car les attentes des investisseurs concernant la performance des entreprises en matière d'ESG évoluent ou en raison des réglementations à venir (*voir l'article intitulé « La taxonomie européenne »*).

**« Les politiques économiques européennes devront faciliter les transitions numériques et écologiques nécessaires. Pour y parvenir, l'Europe doit définir plus clairement les normes qui favoriseront la croissance européenne. »**

Les entreprises HY peuvent avoir du mal à émettre des obligations thématiques (*green bonds* etc.), car il est plus difficile pour les petites et moyennes entreprises de communiquer des données relatives à

l'utilisation adéquate des fonds reçus. En outre, les obligations vertes, ou *green bonds*, ne conviennent pas aux secteurs qui pourraient devoir continuer à compter sur les énergies fossiles pendant un certain temps. Certains participants ont mentionné qu'ils préfèrent se financer par le biais de *green loans*, car les prix sont plus intéressants que sur le marché des obligations HY cotées.

Par conséquent, les *sustainability-linked bonds* (dont les caractéristiques financières varient en fonction de l'atteinte, par l'émetteur, d'objectifs ESG prédéfinis) sont plus adaptés aux entreprises HY. Toutefois, les objectifs de l'entreprise doivent être réalistes. Par exemple, dans le secteur du transport maritime, il n'existe pas encore de technologie à grande échelle pour garantir des navires zéro émission. Par ailleurs, les conditions d'émission des *sustainability-linked bonds*, qui pourraient contribuer à financer la transition, restent trop restrictives. L'hydrogène est une solution à l'étude pour atteindre les objectifs de décarbonation.

## LA TAXONOMIE EUROPEENNE

La discussion s'est en partie concentrée sur la [taxonomie européenne pour les activités durables](#)<sup>5</sup>, car les fonds d'investissement peuvent utiliser la taxonomie européenne pour se conformer aux obligations de reporting relatives au développement durable dans le secteur financier. Il a été constaté que :

- La taxonomie européenne ne commencera pas à s'appliquer en pratique avant janvier 2022 au plus tôt, mais les investisseurs participants qui ont déjà commencé à se préparer ont constaté qu'il est plus facile de recueillir les informations pertinentes sur les entreprises IG plutôt que sur les entreprises sub-IG, car elles communiquent par comparaison davantage d'informations environnementales.
- Dans les grandes entreprises de gestion d'actifs, les équipes ESG plutôt que les analystes crédit traitent les indicateurs extra-financiers et les facteurs liés à la taxonomie, ce qui peut conduire à des contradictions entre l'analyse crédit et l'analyse ESG d'une entreprise.
- La taxonomie européenne n'a pas accordé beaucoup d'importance aux facteurs sociaux dans sa nomenclature de classification, ce qui suggère que les acteurs du marché ont sous-estimé le fait que la définition de la durabilité environnementale inclut une composante sociale.<sup>6</sup>

## SOLUTION EMERGENTE

Les investisseurs doivent soutenir les entreprises HY même lorsque leurs performances financières se détériorent, si une telle situation est temporaire et que la direction a une stratégie claire et convaincante à moyen et long terme. Les émetteurs pourraient envisager de transformer leurs facilités de crédit renouvelable classiques en des facilités de crédit liées aux KPI ESG, comme certains ont commencé à le faire. En outre, les obligations durables pourraient devenir plus intéressantes pour les émetteurs si elles commencent à être relativement mieux valorisées (en tenant compte des efforts des entreprises en matière de performance ESG).

## 5. FACTEURS SPÉCIFIQUES AUX SECTEURS

Les discussions ont mis en évidence plusieurs facteurs spécifiques, mais non uniques, aux secteurs dans lesquels les entreprises représentées exercent leurs activités : recouvrement de dette (iQera), distribution (Casino), transport maritime (CMA-CGM), matériel de location (Loxam) et services externalisés (Atalian) :

<sup>5</sup> La taxonomie européenne est entrée en vigueur en juillet 2020. Elle aide les investisseurs à déterminer quelles activités économiques peuvent être considérées comme durables sur le plan environnemental. Elle a été conçue pour permettre aux gestionnaires de fonds de recueillir des indicateurs de durabilité fiables, cohérents et comparables auprès des entreprises dans lesquelles ils investissent et d'intégrer ces données aux processus d'investissement et de gestion des risques. Les informations relatives à la taxonomie alimenteront également les obligations d'information en vertu du Règlement (UE) 2019/2088 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers. Pour plus d'informations, consultez également la [page web des PRI](#) sur ce sujet.

<sup>6</sup> La Commission européenne envisagera d'étendre la taxonomie européenne aux objectifs sociaux en 2022. Actuellement, une activité économique ne sera considérée comme conforme à la taxonomie que si elle honore les garanties minimales internationales en matière de droits de l'homme, y compris les normes sociales minimales de l'OIT. Voir [l'article 3](#) du Règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil du 18 juin 2020.

## RECOUVREMENT DE DETTE

- Taux de satisfaction du débiteur et taux de réclamation
- Recouvrements restants estimés
- Traitement équitable des clients
- Confidentialité et sécurité des données
- Codes de conduite auto-imposés par les émetteurs, car il n'existe pas de réglementation ESG contraignante
- Des canaux de recouvrement responsables contribuent à aligner les intérêts des parties prenantes, et permettent un recouvrement plus important et plus rapide que les solutions complexes

## DISTRIBUTION

- L'impact direct sur le climat est faible et provient principalement des gaz réfrigérants
- Importance de la chaîne d'approvisionnement pour la neutralité carbone : approvisionnement en matières premières et sélection et suivi des fournisseurs – concilier coûts et émissions
- Une attention accrue portée à la reforestation, à la réduction des déchets et au bien-être animal, en répondant à la demande croissante des clients en produits responsables – coût de l'élaboration d'offres plus responsables
- Importance du dialogue avec les employés face aux conséquences sociales des problématiques de transition

## TRANSPORT MARITIME

- Investir dans des technologies propres pour réduire les émissions de CO<sub>2</sub> et se conformer aux évolutions réglementaires
- Protection des océans
- Santé et sécurité du personnel : accidents du travail, conditions de travail des marins (complexité liée à l'origine des navires, selon la réglementation sociale applicable)

## MATERIEL DE LOCATION

- Investir dans des équipements moins polluants pour se conformer à la réglementation sur les émissions de carbone et à la demande des clients
- Évaluation des avantages-coûts de la conversion en véhicules électriques
- Préservation des ressources (grâce au partage)
- Santé et sécurité des employés
- Formation des employés
- Risques réputationnels

## SERVICES EXTERNALISES

- Santé et sécurité des employés
- Formation des employés
- Absentéisme
- Inclusion sociale et diversité
- Risques réputationnels
- Risque de conflit social
- Opportunités liées à l'emploi local
- Difficile de transmettre ces informations dans les rapports annuels – manque de normes professionnelles, transparence variable selon les émetteurs

# ANNEXE

**Tableau 1 : Entités participantes**

Emetteurs	
Atalian (services externalisés)	iQera (recouvrement de dette)
Casino (distribution)	Loxam (matériel de location)
CMA-CGM (transport maritime)	
Investisseurs	
Alcentra	Generali Insurance Asset Management
Allianz Global Investors	Groupama Asset Management
Amundi	HSBC Global Asset Management
Groupe AXA	Kepler Cheuvreux
BNP Paribas Asset Management	La Française Investment Solutions Capital
Crédit Agricole CIB	Natixis CIB
Crédit Industriel et Commercial	OFI Asset Management
CNP Assurances	Ostrum Asset Management
Crédit Mutuel Asset Management	SCOR SE
Egamo	
Agences de notation	
Fitch Ratings	Qivalio
Kroll Bond Rating Agency	Scope Ratings
Moody's Investors Service	S&P Global Ratings