

*XXXIV èmes Journées de l'AES (Association d'économie sociale)
Innovations sociales, Innovations économiques*
Organisées par le Centre de recherche en économie de Grenoble (EA 4625),
Jeudi 11 et vendredi 12 septembre 2014

Les agences de notation extra-financière : la recherche d'une légitimité institutionnelle

Alexandre Minda

**IEP de Toulouse, LEREPS
Université Toulouse 1 Capitole
Manufacture des Tabacs, 21 allées de Brienne
31000 Toulouse
alexandre.minda@ut-capitole.fr**

Résumé

Le développement des agences de notation extra-financière provient de l'essor des problématiques nées autour du développement durable et de la responsabilité sociale de l'entreprise. Celles-ci ont débouché sur une croissance de l'investissement socialement responsable qui a entraîné une demande accrue d'évaluation des performances selon les critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) des entreprises, des Etats et des collectivités locales. Notre hypothèse est que l'acquisition d'une légitimité institutionnelle par les agences de notation sociétale nécessite la prise en compte des critiques formulées à leur encontre, le respect d'un certain nombre de principes (indépendance, transparence, professionnalisme) mais aussi leur capacité à repenser leur rôle pour viabiliser leurs modèles économiques.

Mots-clés : Agence de notation extra-financière, analyse sociétale, responsabilité sociale de l'entreprise, investissement socialement responsable, légitimité

Abstract

Development corporate social responsibility rating agencies comes from the rise of issues arising around sustainable development and corporate social responsibility. These have led to a growth of socially responsible investment that has led to increased demand for evaluation ESG (environmental, social and governance) corporations, state and local authorities. Our hypothesis is that the acquisition of institutional legitimacy by agencies requires consideration of the criticisms against them, respect a number of principles (independence, transparency, professionalism) but also their ability to make viable their business models.

Keywords : Corporate social responsibility rating agency, corporate social responsibility, socially responsible investment, legitimacy

Introduction

La notation financière qui permet d'apprécier la qualité de la signature d'un emprunteur par des techniques d'analyse financière et de *scoring* naît aux Etats-Unis dès le début du XXème siècle. Le modèle d'investisseur-payeur qui va fonctionner jusqu'au début des années 1970 va être remplacé par le modèle d'émetteur-payeur. Désormais, ce sont les emprunteurs qui payent les agences de notation financière afin de fournir aux investisseurs des opinions sous forme de note leur permettant d'évaluer le risque de défaut de chaque émetteur pour un titre donné (obligation, produit structuré notamment)(Gaillard, 2011 ; Minda, 2014).

Ce changement de modèle économique s'est accompagné d'une remise en cause du rôle des grandes agences (Moody's, Standard & Poor's, Fitch) dans le processus globalisation financière qui prend lui aussi naissance au début des années 1970. Cette remise en cause s'est manifestée au cours des nombreuses crises qui ont marqué l'histoire récente de la finance globalisée, mais également à la suite de faillites retentissantes de grandes entreprises comme Enron ou Lehman Brothers.

Parallèlement aux critiques formulées à l'encontre des agences de notation financière, des agences de notation extra-financière (ANEF) sont apparues dans les années 1990, dans le but d'évaluer le degré de responsabilité sociétale des entreprises (RSE), un domaine ignoré de la notation financière. Les ANEF proposent une évaluation des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) pris par les entreprises, les Etats et les autres émetteurs de titres (collectivités locales, organismes supranationaux, organisations parapubliques). La notation qui résulte de leur analyse est destinée aux sociétés de gestion d'actifs qui proposent des fonds ISR (investissement socialement responsable) mais aussi aux investisseurs souhaitant inclure des critères éthiques dans leurs choix.

Si les ANEF gagnent en influence, le recours à la notation sociétale n'a pas un caractère aussi systématique que la notation financière. Cela provient d'une volonté inégale des entreprises et de leur parties prenantes à promouvoir le développement durable et la RSE. La difficulté des agences de notation sociétale à imposer leur légitimité entre aussi en jeu (Déjean *et al.*, 2004 ; Avetysan et Gond, 2012). A leur décharge, toutes les jeunes institutions ont besoin de temps pour tenter de devenir crédibles et légitimes. Le développement des ANEF a suscité cependant plusieurs interrogations et quelques critiques.

On peut s'interroger notamment sur la façon dont sont définies, objectivées et évaluées les pratiques que doivent cibler les entreprises, les Etats, et les autres émetteurs dans le domaine des critères ESG (Gendron, 2000 ; Scalet et Kelly, 2010 ; Gilbert *et al.*, 2011). De même, le débat n'est pas clos pour identifier la nature des informations à produire pour répondre à la demande des investisseurs. Faut-il produire pour des investisseurs opportunistes des indicateurs retraçant l'impact des critères ESG sur la performance financière ? Doit-on proposer des évaluations de rentabilité collective destinées aux investisseurs altruistes ?

Ces questionnements qui ont entraîné des réponses parfois différentes de la part des ANEF se sont accompagnés de plusieurs critiques à leur encontre. Parmi celles-ci, on peut retenir l'absence de certification des données extra-financières fournies par les émetteurs, des ressources financières et humaines limitées, l'existence de conflits d'intérêt, ou encore l'absence d'un référentiel international en matière d'ESG.

L'objet de cette communication est de nourrir le débat sur la légitimité institutionnelle des agences de notation sociétale. La littérature sur le sujet montre que les organisations s'institutionnalisent en mettant en oeuvre des processus de légitimation. Les ANEF contribuent à la construction de la légitimité de plusieurs acteurs (Déjean, 2006 ; Bessire et Onnée, 2010). Ainsi, la publication de notes sociétales et la fabrication d'indices socialement responsables permettent de légitimer l'activité des gérants d'ISR qui deviennent à leur tour légitimes à l'égard de leur société de gestion et de leur clientèle d'investisseurs (Gilbert *et al.*, 2011). De même, les ANEF légitiment les pratiques ESG des entreprises les légitimant par voie de conséquence auprès de leurs parties prenantes qui expriment les attentes de la société (Avetisyan et Hockerts, 2012). Cependant, cette chaîne de légitimation s'appuie en premier sur la légitimité des agences extra-financières elles-mêmes. Ces dernières doivent démontrer que leurs méthodes d'analyse sociétale permettent d'évaluer réellement les activités des entreprises mais aussi d'autres acteurs (Etats, collectivités locales ...) en matière d'engagements, de politiques, de performances sociales et de gouvernance (Bessire et Onnée, 2012).

Notre hypothèse est que l'acquisition d'une légitimité institutionnelle par les agences nécessite la prise en compte des critiques formulées à leur encontre, le respect d'un certain nombre de principes (indépendance, transparence, professionnalisme) mais aussi leur capacité à repenser leur rôle. A ce titre, la recherche de légitimité passe par un questionnement sur le choix des futurs modèles économiques à mettre en oeuvre. Doivent-ils privilégier la logique du monde de la finance et de l'entreprise où celle de la logique éthique véhiculée par une partie de la société civile ?

Compte tenu de notre problématique, nous commencerons par rappeler les raisons du développement des ANEF. Nous examinerons ensuite le modèle économique multiforme de la notation extra-financière grâce notamment à une comparaison des méthodes d'analyse sociétale des agences généralistes et spécialisées. Nous analyserons enfin les moyens que pourraient utiliser les agences de notation sociétale dans leur quête de légitimité institutionnelle.

I - Les raisons du développement des agences de notation extra-financière

1.1 - La promotion de la responsabilité sociale de l'entreprise et du développement durable

Comme le souligne Capron (2003), les précurseurs de la RSE sont des chefs d'entreprise avant-gardistes comme Robert Owen, Frédéric Le Play ou Jean-Baptiste Godin, qui au XIX^{ème} siècle, ont développé des modèles d'entreprise prenant en compte l'organisation technique et sociale du travail, mais aussi l'intégration sociale des travailleurs en dehors de leur vie professionnelle. Le thème de la RSE apparaît aux Etats-Unis avec la première mondialisation qui se développe à la fin du XIX^{ème} siècle en même temps que les premières firmes multinationales. Les modifications des conditions de travail provoquées par l'extension de la taille des entreprises et la mise en oeuvre d'une organisation scientifique du travail vont provoquer des tensions sociales et une évolution des droits sociaux.

La RSE émerge comme concept académique après 1945, à une période où la participation des entreprises industrielles américaines à l'effort de guerre rapproche la société civile des entrepreneurs (Cahiers de l'évaluation, 2012). Une congrégation protestante, le Conseil fédéral des églises du Christ, avec l'aide de la fondation Rockefeller, lance une étude sur

«l'éthique chrétienne et la vie économique » qui débouchera en 1953 sur l'ouvrage fondateur de Bowen, « *Social Responsibilities of the Businessman* ». Pour Bowen, la RSE « renvoie aux obligations de l'homme d'affaires de poursuivre telles politiques, de prendre telles décisions ou de suivre telles lignes d'action qui sont désirables en fonction des objectifs et des valeurs de notre société ». L'homme d'affaires doit être capable d'abandonner ses valeurs individuelles au profit de valeurs collectives. Pour Bowen, la RSE doit être envisagée comme un moyen pour orienter l'activité des entreprises vers l'atteinte des objectifs que formule la société civile (Igalens, 2012).

Le thème de la RSE se répand de nouveau dans les années 1970 avec le processus multidimensionnel de la seconde mondialisation. Cette dernière, en particulier sa composante économique, se manifeste par un processus différent de celui observé à la fin du XIX^{ème} siècle : globalisation financière, organisation mondiale de la production, déréglementation des marchés, instantanéité des informations. Elle traduit un débordement des frontières, des interdépendances croissantes et des changements des lieux de souveraineté. Suite à de nombreuses catastrophes industrielles (Torrey Canyon, Bhopal, Seveso, Three Mile Island ...) et l'apparition de nouvelles fractures sociales, la société civile s'interroge sur l'impact sociétal des acteurs clés du modèle libéral de mondialisation économique, en particulier les firmes multinationales. Le thème de « l'entreprise citoyenne » apparu dans les années 1970 et son essor dans les années 1990 reflètent la forte résurgence de l'idée selon laquelle l'entreprise détient une responsabilité à l'égard de son environnement humain et social (Capron, 2003).

La RSE est un concept dynamique qui n'a pas toujours eu le même sens dans le temps et dans l'espace. Il n'existe pas de définition universelle ni de critères entièrement reconnus de la RSE dans la mesure où les aspirations de la société civile évoluent et sont parfois singulières d'un pays à l'autre (Carroll, 1999 ; Matten et Moon, 2008). En 2006, la Commission européenne définissait la RSE comme « l'intégration volontaire par les entreprises de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales avec leurs parties prenantes ». En 2011, dans une définition actualisée, la Commission propose de redéfinir la RSE comme étant « la responsabilité des entreprises vis-à-vis des effets qu'elles exercent sur la société ». Pour s'acquitter pleinement de leur responsabilité sociale, la Commission précise que « les entreprises doivent engager, en collaboration étroite avec leurs parties prenantes, un processus destiné à intégrer les préoccupations en matière sociale, environnementale, éthique, de droits de l'homme et de consommateurs dans leurs activités commerciales et leur stratégie de base ». Pour sa part, le *World Business Council for Sustainable Development (WBCSD)* définit la RSE comme « l'engagement des entreprises à contribuer à un développement économique durable, en travaillant avec les employés, leurs familles, les communautés locales et la société dans son ensemble pour améliorer leur qualité de vie ».

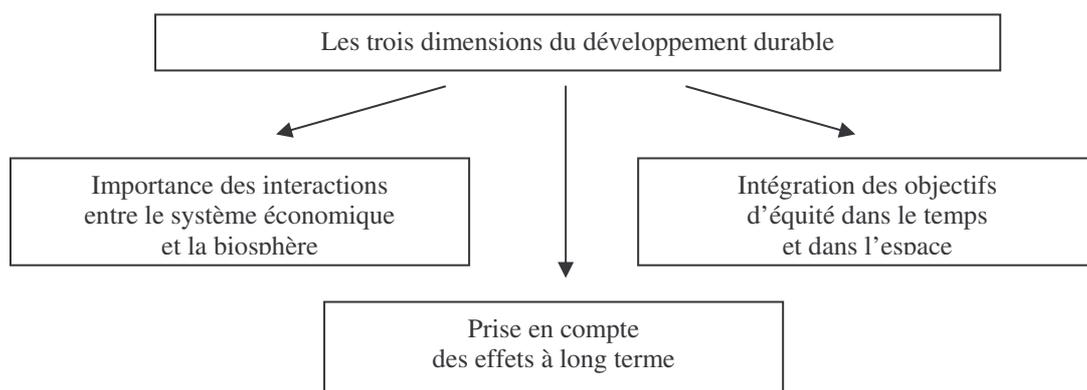
Les ancrages théoriques de la RSE oscillent principalement entre deux pôles opposés. Pour les théories néo-classiques, qui reposent sur l'efficacité des marchés, la seule responsabilité sociale de l'entreprise est de dégager le maximum de profits pour leurs actionnaires. Pour Friedman (1970), les dirigeants de l'entreprise sont engagés pour leur expertise en termes de gestion et non pour résoudre des problèmes sociétaux, surtout quand de telles actions augmentent les coûts de l'entreprise. Pour lui, le bien-être collectif est garanti par le libre fonctionnement des marchés et non par des comportements éthiques. A l'inverse, d'autres théories prétendent que les entreprises ont une responsabilité morale à l'égard des problèmes sociétaux. Parmi celles-ci, Gendron (2000) distingue trois grandes écoles en y associant un courant de pensée. La première « *Business Ethics* » (courant moraliste) considère que l'entreprise doit agir de manière socialement responsable car il est de son devoir moral de le faire. La seconde « *Business and Society* » (courant contractuel) montre qu'il y a une

interrelation systémique entre l'entreprise et la société. La dernière « *Social Issue Management* » (courant utilitaire) propose de fournir aux gestionnaires des outils pour améliorer la performance des entreprises, en tenant compte des revendications exprimées par la société civile.

Les problématiques de la RSE sont intimement liées à celles du développement durable (Chatterji *et al.* 2009 ; Avetisyan et Hockerts, 2012). C'est en 1987, que Gro Harlem Brundtland vulgarise la notion de développement durable en le définissant comme « un développement qui répond aux besoins du présent, sans compromettre la capacité des générations futures à répondre aux leurs »¹. La Conférence des Nations Unies sur l'Environnement organisée à Stockholm en 1972 mentionnait déjà que les ressources naturelles de la Terre devaient être sauvegardées pour les générations actuelles et futures par une utilisation planifiée et une gestion prudente. Le rapport Meadows (Les limites de la croissance), publié par le Club de Rome en 1972, montrait également à travers la notion d'éco-développement que le développement et l'environnement ne devaient pas être séparés. Toutefois, c'est le rapport Brundtland et ses prolongements (le Sommet de la Terre en 1992 à Rio, Kyoto et le problème des gaz à effets de serre (1997), le programme Global Compact (2000), le Sommet de la Terre à Johannesburg (2002)) qui contribuèrent à populariser la notion de développement durable auprès des grandes organisations internationales, des ONG, des décideurs publics et privés, de la société civile et de la communauté scientifique.

Le développement durable est souvent représenté avec trois piliers interdépendants qui se renforcent mutuellement. Le pilier économique a pour objectif une croissance économique plus qualitative. Le pilier social vise à la satisfaction des besoins humains et à répondre à des objectifs d'équité et de cohésion sociale (santé, logement, éducation, culture, ...). Le pilier environnemental cherche à préserver, améliorer et valoriser l'environnement et les ressources naturelles. Comme le précisent Pearce *et al.* (1989), le développement durable a une triple dimension (figure 1). La première montre l'importance des interactions entre le système économique et la biosphère. La seconde souligne la nécessité d'intégrer des objectifs d'équité dans le temps et dans l'espace. La dernière souligne la nécessaire prise en compte des effets à long terme des activités humaines.

Figure 1 - La dimension plurielle du développement durable



On remarque que la RSE est en adéquation avec les principes du développement durable. Pour Rubinstein (2006), la RSE est liée à l'application du concept de développement durable par

¹ Gro Harlem Brundtland, « Notre avenir à tous », Commission Mondiale sur l'Environnement et le Développement, 1987

les entreprises. Les définitions de la RSE mentionnées précédemment (Union européenne, WBCSD) considèrent l'entreprise comme l'acteur majeur pour tendre vers un développement économique, social et environnemental plus harmonieux. L'entreprise est encouragée à respecter les modes durables de production et de consommation, à prévenir la pollution, mais aussi à préserver les chances des générations futures. Elle est obligée de prendre en compte les exigences de la société civile qui font pression en matière de développement durable, et pas uniquement pour une question d'image. L'analyse des performances de l'entreprise en matière de RSE par les ANEF donne lieu à une notation qui influence sa réputation. La notation sociétale lui permet de mieux se connaître, de s'améliorer le cas échéant, de communiquer avec ses parties prenantes et, éventuellement, d'être plus attractive pour les investisseurs (Déjean et al., 2004 ; Ferrary et Avetisyan, 2013).

1.2 - Le développement de l'investissement socialement responsable

Les investisseurs qui intègrent des critères extra-financiers dans leur processus d'investissement sont à l'origine de l'ISR. Ce dernier recense tous les placements financiers réalisés en fonction d'un arbitrage basé sur la performance financière des valeurs suivies, mais également sur la prise en compte de critères sociétaux, tels que le comportement de l'entreprise à l'égard de son environnement économique, social et environnemental. Les premières pratiques d'ISR apparaissent aux Etats-Unis à la fin du XIX^{ème} siècle au sein de la communauté protestante des Quakers qui interdisaient à leurs membres d'investir dans des entreprises d'armes, d'alcool ou de tabac. Le premier fond d'investissement incluant des critères « éthiques », le « Pioneer Fund » de Boston, voit le jour en 1928, à l'initiative du Conseil Fédéral des Eglises Américaines. Les critères d'exclusion à l'époque concernaient les activités immorales (*sin stocks*, qualifiés d'industries du péché) comme le tabac, l'alcool, la pornographie, les machines à sous.

Les mouvements pacifistes à l'époque de la guerre du Vietnam (années 1960), la lutte contre l'apartheid en Afrique du Sud (années 1970), les préoccupations environnementales et l'introduction de critères positifs de sélection à côté des critères d'exclusion (années 1990) vont favoriser une réflexion approfondie sur la RSE et l'essor de l'ISR aux Etats-Unis. L'ISR utilisé à ses débuts comme un instrument de boycottage devient un placement financier visant à soutenir le développement durable. Le premier fonds de placement éthique français « Nouvelle Stratégie 50 », créé en 1983 par Soeur Nicole Reille, était conçu à l'origine pour constituer des revenus pour les retraites de certaines congrégations religieuses féminines. Le doyen des fonds ISR en France qui est désormais géré conjointement par Meeschaert et l'association Ethique et Investissement, est aujourd'hui un fonds investi en actions d'entreprises internationales et en obligations d'émetteurs privés et souverains. Les émetteurs sont choisis selon leurs engagements et leurs pratiques en matière de développement durable, lesquels sont déclinés selon des critères ESG.

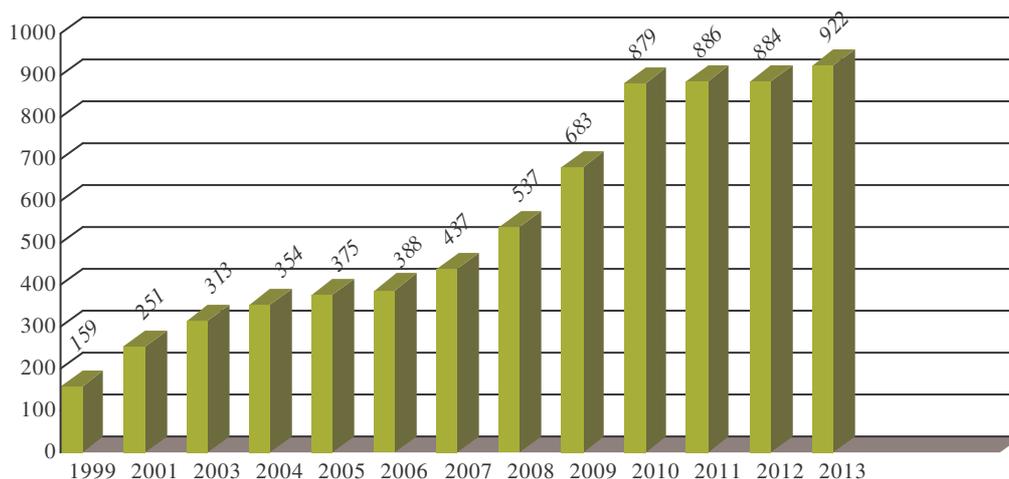
L'ISR apparaît en Europe Continentale au début des années 1990, grâce notamment à l'engouement pour le développement durable. Les enjeux autour du développement durable offrent de nouvelles perspectives à l'ISR, qui se développe à cette même période aux États-Unis, en partie grâce aux investisseurs institutionnels, les fonds de pension en particulier. Les fonds créés sont des fonds « développement durable », dont les politiques d'investissement sont orientées vers des critères de sélection appréciant la capacité de l'entreprise à distribuer de la valeur à long terme à l'ensemble de ses parties prenantes (Déjean, 2006). Si l'ISR s'est développé historiquement dans les pays anglo-saxons sur la base de convictions religieuses ou

militantes, il se caractérise davantage en Europe Continentale par une approche financière de sélection positive (*best in class*) proposée par des gestionnaires d'actif (Arjalies, 2010).

En France, les questions de l'emploi et d'exclusion sociale émergent comme nouveaux moteurs de croissance de l'ISR dans les années 1990. En 1994 le fonds de placement éthique et solidaire « Insertion Emploi » est lancé à l'initiative de la Caisse des Dépôts et Consignations, des Caisses d'Epargne et de la CFDT. Dans les années 2000, la question des retraites, les crises économiques d'origine spéculative, la création de l'Observatoire sur la Responsabilité Sociale des Entreprises (ORSE), de forums (FIR (Forum pour l'Investissement Responsable), Eurosif), de centres de recherche sur l'économie responsable (Novethic) vont favoriser le développement de problématiques éthiques. Il en est de même de la mise en œuvre de législations favorables à la RSE contribuant à la définition d'un marché de l'ISR (cf. les lois sur l'épargne salariale, les Nouvelles Régulations Economiques (NRE), Grenelle de l'environnement...). Ces législations nationales, mais aussi les codes de bonnes conduites internationales (United Nations Global Compact, Global Reporting Initiative, SA 8000, ISO 26000), en fixant des règles et des normes ESG, ont facilité une relative standardisation de la RSE (Waddock, 2008 ; Gilbert *et al.*, 2011).

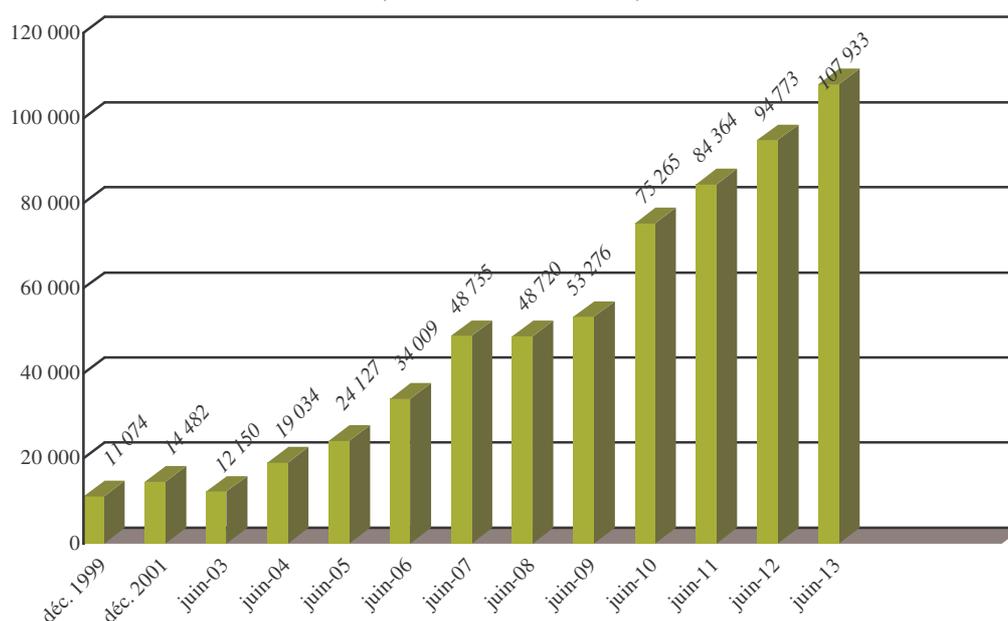
Dans la majorité des pays développés, l'ISR est progressivement sorti d'un marché de niche réservé à des investisseurs individuels pour intégrer les pratiques d'acteurs financiers classiques comme les investisseurs institutionnels (Lewis and Juravle, 2010 ; Avetisyan et Hockerts, 2012). En Europe, le nombre d'ISR dédiés aux particuliers est passé de 159 à 922 entre 1999 et 2013 (figure 1). Les actifs sous gestion des ISR européens dédiés aux particuliers ont été multipliés par dix entre 1999 et 2013 pour atteindre près de 108 milliards d'euros (figure 2). La France conserve une position de leader en termes d'actifs (35 % du marché européen) et de nombre de fonds ISR et abrite les trois plus grands fonds ISR en Europe (BNP Paribas Asset Management, Aviva Investors France, Amundi)(figure 3). Le Royaume-Uni reste le deuxième marché (16,8%), suivi de la Suisse (9,8%).

Figure 1 - Les ISR européens dédiés aux particuliers



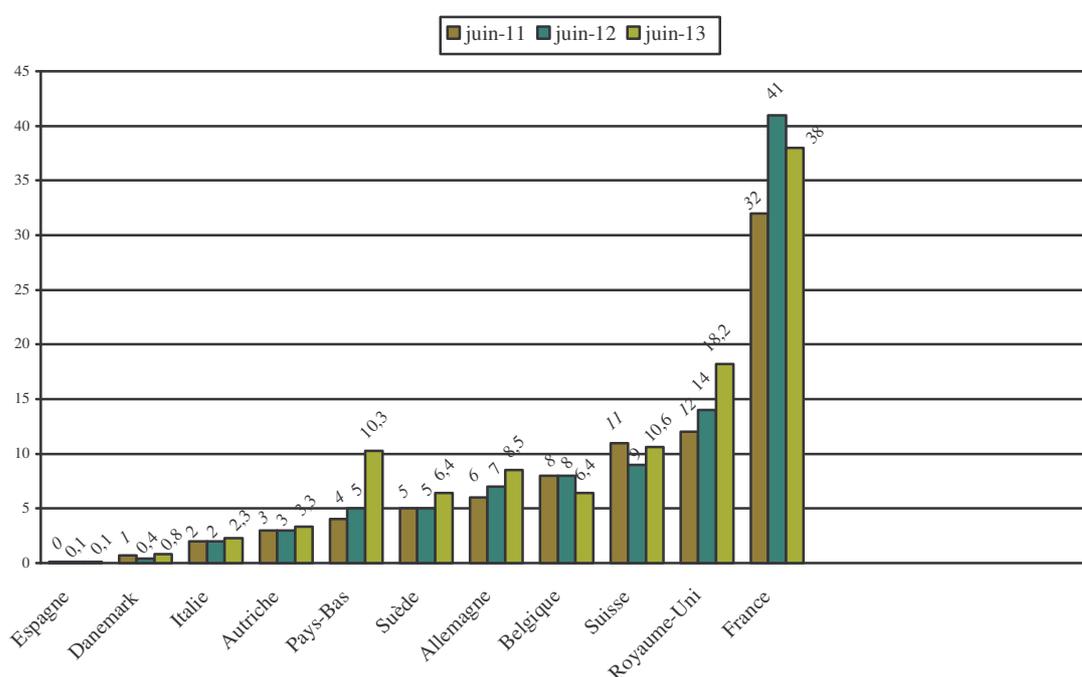
Source : « Green, Social and Ethical Funds in Europe. The Retail Market », 2013 review, Vigeo

Figure 2 - Actifs sous gestion des ISR européens dédiés aux particuliers
(en millions d'euros)



Source : Vigeo, « Green, Social and Ethical Funds in Europe. The Retail Market », 2013 review

Figure 3 - Actifs sous gestion des ISR européens dédiés aux particuliers, par pays
(en milliards d'euros)



Source : « Green, Social and Ethical Funds in Europe. The Retail Market », 2013 review, Vigeo

Si l'on s'intéresse à l'ensemble des encours de l'ISR, les comparaisons internationales sont difficiles car les périmètres des investissements ne sont pas les mêmes d'un pays ou d'une zone à l'autre. Chaque pays a une perception de l'ISR façonnée par sa culture et son histoire, rendant dès lors difficile toute agrégation des données. Selon l'USSIF, le montant total des encours de l'ISR aux Etats-Unis est passé de 639 à 3744 milliards de \$ entre 1995 et 2012, soit une progression de 485 %. Selon Novethic, les encours sur le marché ISR français ont

triplé entre 2009 et 2012, passant respectivement de 50,7 à 149 milliards d'euros. Les investisseurs institutionnels, en particuliers les compagnies d'assurance, détenaient 72 % des encours contre 28 % pour les particuliers.

Au final, le marché de l'ISR apparaît comme un marché encore modeste mais en croissance rapide. On peut remarquer que l'ISR américain est plus porté sur les fonds d'exclusion et l'engagement actionnarial alors que l'ISR européen intègre souvent des critères de sélection positive. La France privilégie, par exemple, les fonds *best in class*, dont la production s'appuie sur les méthodes d'analyse des ANEF. Ces dernières fournissent en effet une évaluation des risques ESG portés par les entreprises, à l'intention des investisseurs souhaitant intégrer des critères extra-financiers dans leurs choix. Dès lors, il n'est pas surprenant que la création des ANEF coïncide avec le développement de l'ISR. Comme les critères ESG ne sont pas pris en compte par les analystes de la notation financière, les investisseurs socialement responsables se tournent vers la notation sociétale pour satisfaire leur besoin d'information (Ferrary et Avetisyan, 2013). Le travail de récolte et d'analyse de l'information a en effet un coût élevé et réclame une expertise que peu d'investisseurs possèdent.

II - Le modèle économique multiforme de la notation extra-financière

2.1 - Les différents modèles d'approche de l'analyse extra-financière

Le marché de l'analyse extra-financière s'est principalement développé à partir de la fin des années 1990, non seulement en Europe, mais aussi aux Etats-Unis, au Japon et s'élargit progressivement vers les pays émergents. Il a déjà traversé une période de restructuration, dans la mesure où de nouveaux acteurs sont apparus, d'autres ont disparu, la plupart du temps absorbés par un concurrent (Avetisyan et Hockerts, 2012). L'analyse extra-financière a pour objectif d'évaluer les politiques ESG des entreprises, des Etats ou des autres émetteurs de titres. Chaque domaine d'analyse donne lieu à une évaluation selon différents critères et est pondéré pour obtenir une note finale. A l'origine, la notation extra-financière se basait sur l'analyse des informations disponibles sur l'entreprise ou communiquées par elles, croisées avec celles dont disposent ses parties prenantes. Cette notation déclarative qui est principalement fournie par des agences spécialisées, est payée par les investisseurs, notamment les sociétés de gestion d'actifs et les investisseurs institutionnels pour constituer des fonds ISR. Les entreprises ou collectivités qui désirent se faire évaluer sur un plan ESG peuvent le faire grâce à la notation sollicitée. Cette dernière qui reste confidentielle est payée par le commanditaire. Cet audit ESG lui permet de mieux cerner les méthodologies d'évaluation, de dresser un diagnostic approfondi, d'identifier ses axes de progrès et de communiquer avec ses parties prenantes.

Orse (2012) recensait 28 organismes extra-financiers au 1^{er} février 2012, dont 16 en Europe, quatre en Asie, trois en Amérique, deux en Australie et un au Moyen-Orient. Au sein de ce groupe, sept agences sont une portée internationale : Vigeo (France), MSCI ESG Research et GMI Ratings (États-Unis), EIRIS (Royaume-Uni), Oekom Research (Allemagne), Inrate (Suisse) et Sustainalytics (Pays-Bas)(tableau 1). Le mouvement de consolidation amorcé dans les années 2000 provient notamment du modèle économique rendu plus complexe par la recherche d'autonomie à l'égard des acteurs analysés et par la fragilité financière des agences pionnières (Vigeo, 2013). A titre d'exemple, Vigeo, née de l'absorption d'ARESE (première agence créée en France en 1997) en 2002, s'est implantée en Belgique en 2005 grâce au rachat de Stock at Stake, le bureau d'étude d'Ethibel (aujourd'hui Vigeo Belgium), et en Italie en 2007 par le rachat d'Avanzi SRI Research (aujourd'hui Vigeo Italia). De même, MSCI

ESG Research est née en 2010 du rachat de RiskMetrics par MSCI, spécialiste de la production d'indices financiers. RiskMetrics avait elle-même acquis en 2007 l'agence de conseil en vote ISS (États-Unis), ainsi que deux agences de notation extra-financière en 2009, Innovest (États-Unis) et KLD (États-Unis).

Tableau 1 - Les agences généralistes à portée internationale

		EIRIS	GMI Ratings	INRATE	MSCI ESG Research	Oekom Research	Sustainalytis	VIGEO
		Royaume-Uni 1983	Etats-Unis 2010	Suisse 1995	Etats-Unis 2010	Allemagne 1993	Pays-Bas 2008	France 2002
Offre de produits et services	Analyse extra-financière des entreprises	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui
	Analyse des États	oui		oui	oui	oui	oui	oui
	Analyse des supranationaux et collectivités locales*	oui		oui	oui	oui	oui	oui
	Analyse des PME*	oui	oui		oui		oui	oui
	Analyse normative	oui		oui	oui		oui	oui
	Exclusion sectorielle/éthique	oui		oui	oui	oui	oui	oui
	Alertes/controverses	oui	oui	oui	oui	oui	oui	oui
	Indices ISR	oui			oui		oui	oui
	Conseil en vote	oui			oui			
	Engagement	oui			oui	oui	oui	oui
	Notation sollicitée/Audit					oui		oui
Focus environnement			oui		oui			
Focus pays émergents	oui							
Ressources et couverture	Nombre d'analystes	35	40	40	70	34	70	70
	Nombre de sociétés analysées	3000/3700 /13000**	6000	2500	3000/ 30 000**	3000	4000	2500
	Nombre d'Etats analysés	70		100	90	50	150	170
Audit externe	Certification ARISTA 3.0	oui				oui		oui

* Univers sur-mesure déterminé par le client en règle générale

** Selon les produits

Source : Novethic Recherche (2013) et rapports d'activité des ANEF

Le mouvement de consolidation s'est accompagné d'une internationalisation des ANEF grâce à la création de partenariats avec des acteurs locaux afin d'élargir leur couverture de recherche et de notations ESG aux grands indices internationaux et régionaux. Cette internationalisation provient également de l'ouverture de filiales de recherche ou de bureaux de représentation à l'étranger. Parallèlement, l'offre de produits et services des ANEF s'est progressivement élargie (Ferrary et Avetisyan, 2013)(tableau 2)). Outre leur activité traditionnelle d'analyse sociétale des grandes entreprises, les ANEF généralistes ou spécialisées proposent désormais, à des degrés divers, une évaluation ESG pour les PME-PMI, les Etats, les organismes supranationaux et les collectivités locales. Elles offrent également, en plus des notations déclaratives, des notations sollicitées, des notations de portefeuille ESG, des analyses selon les normes et conventions internationales, selon l'engagement actionnarial, des alertes sur les controverses ou encore des indices boursiers éthiques (FTSE4GOOD, DJGSI, ASPI Eurozone). Cette offre diversifiée, source de profitabilité, s'est accompagnée

d'un élargissement de la base de leur clientèle comme dans le cas de la notation financière (Ferrary et Avetisyan, 2013; Minda, 2014). Si les sociétés de gestion d'actifs et investisseurs institutionnels demeurent le cœur de cible de la majorité des ANEF, elles sont aussi désormais en relation d'affaires avec des entreprises de taille plus réduite, des Etats, des collectivités locales, des organisations internationales ou des prestataires internationaux de services financiers.

Tableau 2 - La diversification de l'offre des produits et services des ANEF

	Caractéristiques	Public visé	Type d'ANEF
Analyse extra-financière des grandes entreprises	<i>Analyse selon les critères ESG. Note pondérée et globale</i>	<i>Sociétés de gestion d'actifs et investisseurs institutionnels</i>	<i>Agences généralistes</i>
Recherche et conseil	<i>Etudes sur des problématiques ESG spécifiques ou sectorielles Conseil en investissement ESG</i>	<i>Sociétés de gestion d'actifs et investisseurs institutionnels, entreprises et ses parties prenantes</i>	<i>Agences généralistes ou spécialisées (ex. Trucost, Covalence)</i>
Analyse des PME-PMI	<i>Analyse selon les critères ESG des PME-PMI cotées ou non cotées. Note pondérée et globale</i>	<i>Sociétés de gestion d'actifs et investisseurs institutionnels</i>	<i>Agences généralistes ou spécialisées (ex. EthFinance)</i>
Analyse des Etats	<i>Analyse selon les critères ESG de Etats souverains. Note pondérée et globale.</i>	<i>Sociétés de gestion d'actifs qui gèrent des fonds obligataires et monétaires ISR investis en emprunts d'États</i>	<i>Agences généralistes</i>
Analyse des organismes supranationaux et des collectivités locales	<i>Analyse selon les critères ESG de la Banque européenne d'investissement, Banque mondiale...) et des collectivités locales</i>	<i>Sociétés de gestion d'actifs et investisseurs institutionnels qui gèrent des fonds obligataires ISR</i>	<i>Agences généralistes</i>
Analyse normative	<i>Analyse selon les normes et conventions internationales</i>	<i>Sociétés de gestion d'actifs et investisseurs institutionnels</i>	<i>Agences généralistes ou spécialisées (ex. GES Investment Services)</i>
Alerte sur les controverses	<i>Détection afin d'identifier d'éventuelles pratiques ESG contestables</i>	<i>Sociétés de gestion d'actifs et investisseurs institutionnels</i>	<i>Agences généralistes ou spécialisées (ex. RepRisk)</i>
Engagement actionnarial	<i>Identifier des thèmes d'engagement actionnarial à partir des analyses ESG des entreprises</i>	<i>Sociétés de gestion d'actifs et investisseurs institutionnels</i>	<i>Agences généralistes</i>
Notation des portefeuilles ESG	<i>Evaluation des portefeuilles ESG ISR ou non</i>	<i>Sociétés de gestion d'actifs et investisseurs institutionnels</i>	<i>Agences généralistes</i>
Gouvernance et vote des actionnaires	<i>Analyse des résolutions et du vote en assemblée générale</i>	<i>Investisseurs institutionnels</i>	<i>Agences généralistes ou spécialisées (ex. Deminor, Proxinvest, ISS)</i>
Notation sollicitée	<i>Audit ESG global ou spécifique</i>	<i>Entreprises</i>	<i>Agences généralistes ou spécialisées (EthFinance, Arcet Cotation)</i>
Indice ISR	<i>Construction d'indices boursiers ISR, parfois en partenariat avec des fournisseurs d'indices classiques</i>	<i>Sociétés de gestion d'actifs et investisseurs institutionnels</i>	<i>Agences généralistes ou spécialisées</i>
Divers	<i>Formation, rédaction de rapport développement durable, revue de presse ...</i>	<i>Entreprises et ses parties prenantes</i>	<i>Agences généralistes ou spécialisées (CAER, Imug, Eco-Frontier)</i>

Source : Vigeo (2013), Orse (2012), rapports d'activité des ANEF

Cette offre diversifiée qui permet de s'adapter plus facilement à la demande variée de la clientèle témoigne de la diversité des objectifs d'analyse et des méthodes pratiquées (Déjean et al, 2004). Si des ANEF continuent de développer des approches et des critères standards, plusieurs d'entre elles combinent des approches plurielles et sur-mesure (Ferrary et Avetisyan, 2013; Orse, 2012). Ainsi, l'analyse extra-financière peut être réalisée selon une approche informationnelle qui vise à recueillir et à traiter l'information publique relative à l'engagement actionnariale, aux impacts ESG de l'entreprise et à sa capacité de management (ex. d'EIRIS). L'approche d'évitement repose sur le choix de critères d'exclusion sélectionnés par l'agence ou ses clients (ex. d'Ethix SRI Advisors). L'approche managériale évalue la manière utilisée par une entreprise pour atteindre ses propres objectifs économiques mais aussi ceux de ses parties prenantes (ex. de Vigeo et BMJ Ratings). Outre l'approche normative,

on peut également citer l'approche de performance qui repose sur la définition de critères positifs ou encore l'approche risques et opportunités qui mesure les risques ESG et la capacité de l'entreprise à les réduire (ex. de RobecoSAM).

2.1 - La recherche de la viabilité des modèles économiques

L'analyse extra-financière a joué un rôle essentiel dans les dynamiques de légitimation et d'institutionnalisation du champ de la RSE, mais également dans le développement de l'ISR (Gilbert et al., 2011). Toutefois, la phase de consolidation amorcée dans les années 2000, la diversification grandissante des prestations proposées, la coexistence d'agences généralistes et spécialisées aux tailles parfois différentes, témoignent de la pluralité des modèles économiques des ANEF. Compte tenu de l'étroitesse du marché initial, et donc de la faiblesse du modèle économique sous-jacent en termes de rentabilité (Avetisyan et Hockerts, 2012), les agences ont ressenti le besoin d'utiliser les mêmes méthodologies pour l'ensemble de leurs clients afin de réaliser des économies d'échelle (Avetisyan et Gond, 2012). Il est en effet souhaitable d'avoir un modèle économique où les analystes puissent travailler sur des méthodologies stabilisées. Cette stratégie explique pour partie les opérations de restructurations, en particulier celles qui ont débouché sur l'extension géographique des activités. Ainsi, Vigeo qui a amorcé son développement international par deux acquisitions en Belgique et en Italie, l'a poursuivi en s'installant au Maroc, au Japon et en Grande-Bretagne.

Si l'élargissement de la palette des produits et services s'explique par le désir de satisfaire de nouveaux besoins exprimés par une clientèle, elle-même plus diversifiée, il provient également de la volonté de réaliser des économies de gamme. Certes, la production de nouveaux services nécessite l'acquisition de nouvelles compétences, de nouveaux outils, voire le recours à de nouveaux fournisseurs ou la recherche de nouveaux partenaires. Cependant, la montée en gamme de la production des agences s'appuie également sur les facteurs de production existants et les savoir-faire accumulés, et cela malgré la jeunesse du marché de l'ESG. GMI Ratings et Ethos Services qui sont reconnus pour leurs compétences en matière de gouvernance, ont ainsi lancé récemment, un nouveau service de notation ESG à leurs clients.

Par ailleurs, les méthodologies de travail (grilles d'analyse, modalités de dialogue avec les entités analysées, rythme d'actualisation des analyses) varient d'une agence à l'autre et ne donnent pas toujours pleinement satisfaction aux investisseurs qui développent aussi en interne leurs propres équipes d'analyse et d'expertise en matière ESG (Brovelli *et al.*, 2013). Les courtiers ont également créé des départements de recherche extra-financière qui débouchent sur la publication d'analyses sectorielles classant les entreprises selon leurs pratiques ESG. Il est vrai qu'il est difficile d'envisager la réalisation de grilles d'analyse communes, de questionnaires communs, dans la mesure où il existera toujours autant de modèles que d'attentes spécifiques des diverses parties prenantes.

Parallèlement, les ANEF ont dû subir la concurrence de fournisseurs internationaux de données financières et extra-financières tels que Bloomberg, Thomson Reuters et MSCI qui proposent depuis la fin des années 2000 des données extra-financières aux investisseurs ce qui leur permet d'accéder aux données brutes des entreprises, et de les croiser plus facilement avec des données financières. De même, les grandes agences de notation financière portent un intérêt grandissant à la notation de critères ESG. Ainsi, Standard & Poors propose des produits de notation relatifs à la gouvernance des entreprises et des Etats. La notation de la gouvernance des entreprises s'effectue au sein d'un département distinct de celui de la

notation financière. De ce fait, l'information recueillie à la fin du processus de l'analyse de la gouvernance de l'entreprise demeure confidentielle et n'est pas divulguée aux analystes en charge de la notation financière (Orse, 2012). De son côté, Mood'ys effectue cette même évaluation de la gouvernance des entreprises au sein de sa division qui réalise la notation financière. L'objectif est d'intégrer l'analyse des pratiques de gouvernance des entreprises dans la notation financière.

Le modèle économique des ANEF n'est pas encore stabilisé et les méthodologies demeurent différentes d'une agence à l'autre. Certes, la recherche de modèles économiques viables et rentables est une caractéristique commune aux activités réalisées sur un nouveau marché (Alberola, 2006). Cependant, force est de constater que le marché de l'ISR, malgré un essor rapide, n'est pas encore en mesure, de par son volume, de constituer des débouchés importants aux agences sociétales, ce qui peut freiner leur développement (Brovelli *et al.*, 2013).

Le caractère hésitant de la recherche de modèles économiques viables se manifeste dans la gamme de produits et services que les organismes d'analyse sociétale ont imaginé pour facturer leurs différentes parties prenantes (Lebègue, 2013). Ainsi, certains d'entre eux font payer les sociétés de gestion d'actifs et les investisseurs institutionnels pour les notations déclaratives ou l'utilisation d'indices (cf. le modèle économique de KLD). A la différence des agences de notation financière, les agences sociétales sont en effet rémunérées par les investisseurs² (modèle investisseur-payeur). D'autres comme RobecoSAM (ex-SAM – Sustainable Asset Management) vend aux investisseurs des licences d'utilisation des indices DJSI (DJSI World et ses déclinaisons géographiques DJSI Europe, etc.). Ethos, pour sa part, offre un service d'analyse des résolutions à l'ordre du jour des assemblées générales et permet aux investisseurs privés de lui déléguer l'exercice de leurs droits de vote.

Les organismes d'analyse sociétale ont ainsi mis en oeuvre plusieurs stratégies pour demeurer pérennes, à commencer par le choix de la répartition entre notation déclarative et sollicitée. Ils ont expérimenté différentes formes de diversification comme la recherche de nouveaux clients et la diversification géographique. Certains se sont spécialisés comme EthiFinance dans la notation des petites et moyennes entreprises, cotées ou non. Enfin, des ANEF se sont lancées dans des stratégies de coopération pour bénéficier de synergie (Eiris, Siri Group) ou de croissance externe par la fusion-acquisition pour profiter de la mise en commun de ressources (GMI Ratings, Vigeo, Inrate, MSCI ESG Research).

III - La quête de légitimité des agences de notation sociétale

3.1 - Les critiques formulées à l'encontre de la notation sociétale

Les questionnements sur la viabilité des modèles économiques des ANEF se sont accompagnés d'une série de critiques à leur encontre. Parmi celles-ci, on peut retenir l'absence de certification des données extra-financières fournies par les émetteurs, des ressources financières et humaines limitées, l'existence de conflits d'intérêt, le manque de caractère dynamique et prévisionnel de la notation décernée ou encore l'absence d'un référentiel international en matière d'ESG (cf. tableau 3).

² Si la notation financière est rendue publique, la notation sociétale (triptyque ESG) n'est pas publique ; elle est vendue aux investisseurs par l'intermédiaire d'un abonnement à une base de données.

Tableau 3 - Les principales critiques adressées aux ANEF

Absence de certification des données extra-financières communiquées	Limitation des ressources humaines et financières	L'existence de conflits d'intérêt	Manque de caractère dynamique et prévisionnel de la notation décernée	Absence d'un référentiel international en matière d'ESG
<i>Manque de pertinence et de fiabilité de l'information ESG</i>	<i>Nécessité de produire une série d'opinions et d'informations en matière d'ESG</i>	<i>Notation sollicitée pour une évaluation ESG Diversification/conseil/évaluation</i>	<i>Besoin d'une analyse ESG prospective</i>	<i>Difficultés des comparaisons internationales</i>

Une première critique porte sur l'absence de certification des données extra-financières communiquées. L'évaluation des critères ESG par les ANEF se base pour partie sur l'étude des documents de communication de l'entité évaluée (site Internet, rapport annuel, rapport de développement durable ...). Or, l'absence de consolidation et de certification des données extra-financière impacte la qualité de l'information fournie par les entreprises. Ces dernières savent pertinemment que rien ne les oblige légalement à produire une information ESG en suivant des standards précis. Dans les pays où la législation oblige certaines entreprises à publier un rapport sociétal (cas des sociétés cotées en France depuis la loi NRE de 2001), il existe une grande liberté pour sa rédaction. Dans la majorité des cas, les entreprises construisent elles-mêmes leurs propres indicateurs de performance sociétale, rendant difficile les comparaisons, y compris sectorielles. Outre, des pratiques du reporting ESG moins formalisées que celles du reporting comptable et financier, les grandes entreprises disposent de ressources humaines et financières plus importantes en matière de communication et de reporting que les structures de plus petite taille. Il en découle un biais de notation dans la mesure où les entités évaluées qui communiquent le moins sont pénalisées, et cela même si leurs pratiques réelles en matière ESG sont satisfaisantes. De plus, les renseignements demandés peuvent ne pas figurer dans leurs système d'information.

Un deuxième critique porte sur la limite des ressources humaines et financières dont disposent les agences sociétales. L'absence de consolidation et de certification des données extra-financières communiquées par les entreprises augmente le coût d'une information pertinente et fiable pour les agences sociétales. Or, les ANEF qui sont des petites structures souffrent d'un manque de moyens par comparaison avec les agences de notation financière. Ainsi, le chiffre d'affaires de Vigeo, le leader européen de la notation sociétale, plafonne depuis plusieurs années autour de 8 millions d'euros. Les effectifs des agences généralistes à portée internationale qui sont limités à quelques dizaines d'analystes (cf. tableau 1) semblent réduits compte tenu du nombre d'entreprises et d'Etats analysés. Ces ressources limitées sont d'autant plus dommageables que les agences de notation sociétale ne produisent pas une seule opinion (évaluation du risque de défaut d'un emprunteur), comme les agences de notation financière, mais un série d'opinions et d'informations relatives à la politique ESG d'une entreprise.

Un troisième critique repose sur le risque d'éventuels conflits d'intérêt. Par comparaison, le passage du modèle d'investisseur-payeur à celui d'émetteur-payeur dans le cadre de la notation financière a créé un problème de conflits d'intérêts dans la mesure où les agences financières sont désormais payées par les émetteurs de dette. Au cours de la crise des subprimes, le désir des agences d'accroître leurs parts de marché de la notation des produits structurés les ont poussées à accorder des notes plus élevées afin de satisfaire les exigences de

leurs clients. Les banques d'investissement qui conçoivent les produits structurés ont fait pression sur les agences de notation financière pour qu'elles assouplissent leurs critères de notation, en les menaçant de s'adresser à une autre agence si elles n'étaient pas entendues (Minda, 2014). Le risque semble plus faible pour la notation sociétale, dès l'instant où ce sont les investisseurs qui paient le service d'évaluation des critères ESG. Toutefois, le risque de conflit d'intérêt peut apparaître dans le cadre d'une notation sollicitée et déclarative pour un même client. Il peut également surgir dès l'instant où une agence sociétale élargit son domaine d'activités à partir de son métier de base pour proposer d'autres services. Comme pour la notation financière, l'objectivité d'une ANF peut également pâtir d'un possible conflit d'intérêts de l'un de ses actionnaires avec une entité notée. Un actionnaire d'une ANF peut être membre du conseil d'administration ou de surveillance d'une entité notée ou d'un tiers lié.

L'élargissement récent de la gamme de produits et services des ANEF, en particulier dans les activités de conseil ESG, risque de devenir problématique de ce point de vue, dans la mesure où elles deviennent en même temps conseillères et évaluatrices de leur clientèle. Dans le cadre de la notation financière, Partnoy (2006) montre que cette diversification des activités qui crée des liens d'affaires nuit à l'indépendance des ANF et renforce les conflits d'intérêts potentiels compte tenu du chiffre d'affaires supplémentaire engendré par ces services périphériques.

Si l'on prend l'exemple de la France, il existe aujourd'hui trois labels ISR ; les Labels ISR et Fonds Vert de Novethic et le label CIES du Comité Intersyndical de l'Épargne Salariale (CIES). Ils ont pour objectif de garantir la démarche ISR des fonds. En revanche, L'analyse sociétale souffre de l'absence d'un référentiel international en matière d'ESG qui complique les analyses comparatives, inter comme intra sectorielles. Par ailleurs, il y a un manque de caractère dynamique et prévisionnel de la notation décernée. Il est enrichissant d'évaluer les performances et la gestion des risque ESG à un instant donné mais il le serait tout autant de le faire de manière complémentaire dans un cadre prospectif.

3.2 - La construction d'une légitimité institutionnelle

Capron (2003) fait une double lecture théorique de la RSE. La première est issue des théories politico-contractuelles de la firme, basée « sur une approche économique, rationnelle et libérale de l'organisation, « noeud de contrats » et lieu de conflits entre les acteurs ». La seconde s'inspire des théories sociologiques néo-institutionnelles pour expliquer les stratégies d'image et de légitimation. Les théories économiques néo-classiques de la firme vont du refus des interactions entre l'entreprise et les préoccupations sociétales à la justification de leur intégration dans les décisions, notamment avec la théorie des parties prenantes. Pour Freeman (1984), les entreprises opérant dans un environnement plus complexe les conduisent à une approche intégrée qui vise la construction de relations durables avec la société en prenant en compte les intérêts des différentes parties prenantes (*stakeholders*).

Les théories sociologiques néo-institutionnelles analysent les organisations comme des systèmes organisés opérant à l'intérieur de structures sociales composées de normes et de valeurs largement partagées. Pour Meyer et Rowan (1977), la société institutionnalise certaines pratiques en leur conférant une symbolique parfois proche du mythe. L'environnement institutionnalisé impose alors à l'entreprise des exigences sociales et culturelles qui les poussent à adopter des pratiques, à maintenir des images et à respecter certains critères (Pfeffer et Salancik, 1977 ; Maggio et Powell, 1983). Il s'agit d'être légitimes au yeux de la société, même si les décisions prises sont parfois en inadéquation avec les objectifs de l'entreprise. Suchman (1995) définit la légitimité comme « l'impression partagée que les actions de l'organisation sont désirables, convenables ou appropriées par

rapport au système socialement construit de normes, de valeurs ou de croyances sociales ». Les organisations légitimes obtiennent ainsi le soutien de la société et assurent leur pérennité. Les entreprises s'engagent alors dans un processus de production et de justification pour acquérir leur légitimité, ou la maintenir. La communication en matière de RSE devient un moyen de légitimer ses activités à l'égard des parties prenantes externes (Déjean, 2006), et se manifeste en interne par une charte, un code de conduite ou un label.

Les ANEF contribuent à la construction de la légitimité de plusieurs acteurs dans le champ ESG. Ainsi, la publication de notes sociétales et la fabrication d'indices socialement responsables permettent de légitimer l'activité des gérants d'ISR qui deviennent à leur tour légitimes à l'égard de leur société de gestion d'actifs et de leur clientèle d'investisseurs (Gilbert et al., 2011). De même, les ANEF légitiment les pratiques ESG des entreprises, ce qui les rend à leur légitime auprès de leurs parties prenantes qui expriment les attentes de la société civile (Bessire et Onnée, 2010). Cependant, cette chaîne de légitimation s'appuie en premier sur la légitimité des agences extra-financières elles-mêmes. Ces dernières doivent démontrer que leurs méthodes d'analyse sociétale permettent d'évaluer réellement les activités des entreprises mais aussi celles d'autres acteurs (Etats, collectivités locales ...) en matière d'ESG.

Comme le soulignent Bessire et Onnée (2010), cette légitimité de l'agence repose sur trois principes (indépendance, transparence, professionnalisme). Le principe d'indépendance est notamment garantie quand l'actionnariat est diffus et ne comprend aucun client. De même, la constitution de comités externes d'experts chargés d'apprécier leur pertinence et l'adoption de procédures internes d'audit sont des moyens supplémentaires afin de garantir la crédibilité et l'indépendance des analyses. Le Conseil Scientifique de Vigeo a ainsi pour missions d'examiner les principes et règles des méthodologies appliqués aux différents produits avant leur commercialisation et d'exercer une surveillance sur la bonne application des méthodologies.

A propos du principe de transparence, il s'agit pour les agences de notation sociétale d'être le plus transparent possible à l'égard des méthodologies employées. De ce point de vue, il existe depuis 2004, un standard volontaire européen portant sur la qualité et la transparence des méthodologies et des travaux réalisés par les agences de notation extra-financière. Ce standard, ARISTA 3.0. (anciennement CSRR-QS 2.1) a été mis à jour en 2012, afin d'inclure l'évaluation des méthodes associées au développement de nouveaux produits et services en matière d'investissement responsable. Il a été conçu par l'*Association for Independent Corporate Sustainability and Responsibility Research* (AI CSRR). Cette association a été fondée en 2002 à la demande de la Commission Européenne dans le but de développer la confiance des marchés dans les analyses ESG proposées par les agences spécialisées (Vigeo, 2012) Elle regroupe les principales agences de notation extra-financière européennes. Dix agences (CAER, Ecodes, EIRIS, EthiFinance, GES, IMUG Investment Research, Oekom, Vigeo, KOCSR et Greeneye) ont reçu la certification ARISTA 3.0 délivrée pour la période 2012-2015.

Le principe de professionnalisme pose la question de la pertinence des outils d'analyse sociétale. Faut-il multiplier les questionnaires ? Quelle est la pertinence des questions posées ? Il renvoie également à la compétence de ceux qui les utilisent et donc à leur légitimité. Le respect de ses principes peut permettre de répondre aux critiques formulées précédemment. Ainsi, le principe d'indépendance peut constituer un rempart contre d'éventuels conflits d'intérêt. Le principe de transparence peut atténuer les contraintes de l'absence d'un référentiel international en matière d'ESG. Le principe de professionnalisme

permet d'atténuer le manque de ressources humaines et financières. Bessire et Onnée (2010) parlent de légitimité systémique dans la mesure où les ANEF contribuent à la construction de la légitimité des acteurs du champ organisationnel de la notation extra-financière. Les agences de notation sociétale doivent d'autant plus renforcer leur légitimité qu'elles subissent la concurrence de nouveaux acteurs.

Les législations favorisant l'amélioration du reporting ESG (cf. l'exemple des lois Grenelle 1 et 2 en France) ne pourront que favoriser la qualité des données extra-financières communiquées. A propos de labels, il faudra du temps car il n'y aura jamais un consensus sur les définitions et les indicateurs de la RSE. Toutefois, certains standards se sont imposés, comme par exemple le Global Reporting Initiative qui permet de mesurer l'avancement des programmes de développement durable des entreprises à partir d'un référentiel comportant près de 80 indicateurs. Ce type de standards favorise une homogénéisation des systèmes de notation (Avetysan et Gond, 2012). La norme ISO 26000 pourrait également jouer un rôle de structuration des standards de RSE et d'ISR dans les prochaines années.

Conclusion

Le quête de légitimité est un processus au long cours. Les agences de notation financière sont devenues indispensables, malgré un faisceau de critiques, non seulement parce qu'elles certifient les émissions des titres, mais aussi parce que les régulateurs bancaires et financiers les ont intégrées dans leur dispositif prudentiel (Minda, 2014). Les réglementations bancaires et financières ont permis aux agences de notation financière d'acquérir une légitimité auprès des investisseurs car les régulateurs publics ou internationaux ont institutionnalisé leur rôle à l'intérieur d'un cadre légal de surveillance et de contrôle.

Si la légitimité des agences de notation financière pourrait être remise en cause suite à une modification des objectifs et des conventions de la finance globalisée, l'institutionnalisation du rôle des agences de notation sociétale prendra du temps. L'analyse sociétale est très récente et les organismes en charge de la produire sont, après une première période de consolidation, à la recherche de la viabilité de leur modèle économique. Les problèmes de rentabilité liés à l'étroitesse de leur marché initial, ainsi que l'arrivée de nouveaux concurrents comme les fournisseurs internationaux de données financières et extra-financières, ont obligé les ANEF à modifier leur modèle économique originel. Ainsi, la plupart d'entre elles ont expérimenté différentes formes de diversification comme l'élargissement de leur offre de produits et services, la recherche de nouveaux clients et le renforcement de leur présence à l'étranger. A l'inverse, d'autres se sont spécialisées dans la notation des petites et moyennes entreprises ou se sont lancées dans des stratégies de coopération pour bénéficier de synergie. Cette diversité des réponses stratégiques répond à la complexité des différentes responsabilités à l'œuvre en matière d'ESG.

La recherche d'un modèle économique viable n'est toutefois pas suffisante pour assurer la légitimité des ANEF. Si elles contribuent à la construction de la légitimité des autres acteurs (gérants d'ISR, sociétés de gestion, investisseurs, entreprises, Etats ...) (Gilbert *et al.*, 2011), elles doivent simultanément être légitimes à leurs yeux et à l'égard de l'ensemble de leurs parties prenantes (Avetysan et Hockerts, 2012). Pour cela, les ANEF doivent prouver que leurs méthodes d'analyse sociétale permettent d'évaluer réellement les activités des différents acteurs en matière ESG (Bessire et Onnée, 2012). Pour y arriver, elles doivent continuer à améliorer leur indépendance, transparence et professionnalisme, tout en dégageant un

compromis entre les logiques marchandes de leurs clientèles et les logiques éthiques de la société civile.

Références bibliographiques

- Arjalies D. L. (2010), « A social movement perspective on finance: How socially responsible investment mattered », *Journal of Business Ethics*, vol. 92, p. 57-78
- Avetysan E., Gond J.-P. (2012), « *Institutional dynamics of corporate social responsibility standardization: a multilevel perspective on the ESG rating field* », EGOS 2012, Sub-theme 15: Multiplicity and Plurality in the World of Standards, Helsinki
- Avetysan E., Ferrary M. (2013), « Dynamics of stakeholders' implications in the institutionalization of the CSR field in France and in the United States », *Journal of Business Ethics*, Vol. 115 (1), p.115-133, June
- Avetisyan, E., Hockerts, K. (2012), « *Consolidation of ESG rating industry: Motivations and impacts* », Academy of Management Conference, Boston, 3-7 August
- Bessire D., Onnée S. (2010), « Assessing corporate social performance: strategies of legitimation and conflicting ideologies », *Critical Perspectives on Accounting*, vol. 21 (6), p. 445-467, August
- Bowen, H.R. (1953), « *Social responsibilities of the businessman* », New York, Harper & Brothers
- Brovelli L., Drago X., Molinié E. (2013), « Responsabilité et performance des organisations », rapport public au Gouvernement, 20 propositions pour renforcer la démarche de responsabilité sociale des entreprises (RSE), Juin
- Cahiers de l'évaluation (2012), « *La notation extra-financière* », vol. 3, n° 6, Juillet, Direction générale du Trésor
- Capron M. (2003), « *L'économie éthique privée : La responsabilité des entreprises à l'épreuve de l'humanisation de la mondialisation* », Economie Ethique n° 7, Unesco
- Carroll, A. B. (1999), « Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct », *Business and Society*, vol. 38, p. 268-295
- Chatterji A., Levine D., Toffel M. (2009), « How well do social ratings actually measure corporate social responsibility ? », *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 18 (1), p. 125-169
- DiMaggio P.J., Powell W.W. (1983), « The iron cage revisited : institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields », *American Sociological Review* , vol. 48, p. 147-160
- Déjean F. (2006), « La création du marché de l'ISR en France: logique d'offre et stratégie de communication », *Revue d'Economie Financière*, n° 85, p. 273-284
- Déjean F., Gond P., Leca B. (2004), « Measuring the unmeasured : An institutional entrepreneur strategy in an emerging industry », *Human relations*, vol. 57 (6), p. 741-764
- Freeman R.E. (1984), « *Strategic Management : a stakeholder approach* », Marshall, M.A.Pitman
- Ferrary M., Avetisyan E. (2013), « Dynamics of Stakeholders' Implications in the Institutionalization of the CSR Field in France and in the United States », *Journal of Business Ethics*, vol. 115, n° 1, pp. 115-133
- Friedman M. (1970), « The social responsibility of business is to increase its profits », *The New York magazine*, September 13
- Gaillard N. (2011), « *A century of sovereign ratings* », Springer, New York
- Gendron C. (2000), « Enjeux sociaux et représentation de l'entreprise », *Revue du MAUSS*, n° 15, p.320-326

- Gilbert, D. U., Rasche, A., & Waddock, S. (2011), « Accountability in a global economy: The emergence of international accountability standards », *Business Ethics Quarterly*, vol. 21, n° 1, p. 23-44
- Goh J.C., Ederington L.H. (1993), « Is a bond rating downgrade good news, bad news, or no news to stockholders ? », *The Journal of Finance*, vol. 48, n°5, p. 2001-2008
- Igalens J. (sous la direction de) (2012), « *La responsabilité sociale des entreprises* », Eyrolles
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), « Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 3, p. 305-360
- Lebègue D. (2013), « *La lettre de l'ORSE* », n° 101, Mars
- Lewis A., Juravle. C. (2010), « Morals, markets and sustainable investments: A qualitative study of 'Champions' », *Journal of Business Ethics*, vol. 93(3), p. 483-494
- Meyer, J.W., Rowan B (1977)., « Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony *American Journal of Sociology*, vol. 83, p. 340-363
- Minda A. (2014), « *Une note critique sur le rôle des agences de notation financière dans la finance globalisée* », in « *La crise du capitalisme financiarisé, en l'honneur de François Morin* », Presses de l'Université Toulouse 1 Capitole
- Novethic Recherche (2013), « *Panorama 2013 des agences de notation extra-financière* », Novethic, Paris
- ORSE (2012), « *Guide des organismes d'analyse sociétale et environnementale* », octobre
- Partnoy F. (2006), « How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers », *Legal Studies Research Paper Series*, n°. 07-46, University of San Diego, May, p. 59-102
- Pearce D., Markandya A., & Barbier E. (1989), « Blueprint for a Green Economy », vol. 1, Earthscan
- Pfeffer, J. et Salancik G. (1978), « *The external control of organizations* », Harper and Row, New York
- Rubinstein M. (2006), « Le développement de la responsabilité sociale de l'entreprise. Une analyse en termes d'isomorphisme institutionnel », *Revue d'économie industrielle*, n° 113, p.83-105
- Scalet S., Kelly T. F. (2010), « CSR rating agencies: What is their global impact », *Journal of Business Ethics*, vol. 94 (1), June, p. 69-88
- Scott R., Meyer J. (1994), « *Institutional Environments and Organizations. Complexity and Individualism* », Sage
- Suchman M.C. (1995), « Managing legitimacy : strategic and institutional approaches », *Academy of Management Review*, vol. 20, n° 3, p. 571-610
- Stover R.D. (1999), « Third-party certification in new issues of corporate tax-exempt bonds: Standby letter of credit and bond rating interaction », *Financial Management*, vol. 25, p.62-70
- United States Senate (2011), « *Wall Street and the financial crisis: anatomy of a financial collapse* », April 13, Permanent Subcommittee On Investigations Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, April 13
- VIGEO (2013), « *Green, Social and Ethical Funds in Europe. The Retail Market* », 2013 review, Paris