



LOUVAIN
School of Management

Université Catholique de Louvain

LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

L'INFORMATION NON-FINANCIERE

**ANALYSE DE SON APPREHENSION ET DE SA PERCEPTION PAR LES ACTEURS DU MONDE
FINANCER.**

11 AOUT 2016

Promoteur : Yves De Rongé

Mémoire-recherche présenté par

Benjamin Legrand

En vue de l'obtention du titre

« d'ingénieur de gestion »

ANNEE ACADEMIQUE 2015-16

Avant-propos

En préambule de ce mémoire, j'aimerais adresser mes plus sincères remerciements aux personnes qui m'ont aidé et soutenu tout au long de ce travail.

Je tiens à remercier mon promoteur de mémoire, Monsieur De Rongé, qui s'est montré présent à de nombreuses reprises afin de me guider dans les différentes thématiques que j'ai choisies de travailler à travers ce projet.

Je voudrais également remercier tous les intervenants que j'ai interviewés à savoir Jordi Lessafer, Hélène Soyez, Bruno Bandella, Guillaume Dasnoy, Goeffroy Goenen, Koen Popleu, Valérie Swaen et Sophie Cabie.

Je tiens aussi à remercier Maeva Loubris, collègue chez ING où j'ai eu l'opportunité de faire mon stage, qui m'a aidé à de nombreuses reprises.

Enfin, je remercie toutes les personnes qui sont, d'une manière ou d'une autre, intervenues dans l'accomplissement de ce mémoire.

Table des matières

| | |
|--|-----------|
| Introduction et problématique | 1 |
| Partie I. Revue de littérature | 4 |
| Chapitre I ; présentation du concept de l'information non-financière | 4 |
| Section 1. Définition | 4 |
| Section 2. Son histoire et son développement | 7 |
| Section 3. Importance actuelle du capital non-financier | 13 |
| Section 4. Législations nationales et internationales en vigueur concernant la publication d'informations non-financières | 14 |
| Chapitre II. ; Les agences de notation extra-financière | 18 |
| Section 1. Cadre Historique de la notation extra-financière et des agences de notation extra- financière | 18 |
| Section 2. Le marché actuel des entreprises de notations extra-financière | 19 |
| Section 3. Les services offerts par les agences de notation extra-financière | 20 |
| Chapitre III. Les lignes directrices de reporting non-financier | 23 |
| Section 1. Global Reporting Initiative (GRI) | 24 |
| Section 2. L'International Integrated Reporting Council (IIRC) et l'Integrated Reporting (RI) | 27 |
| Partie II. Analyse pratique de l'appréhension des informations non financières par les acteurs du monde financier | 31 |
| Chapitre I. Méthodologie | 31 |
| Chapitre II. Présentation des différentes entreprises rencontrées | 33 |
| Vigéo | 33 |
| Démminor | 34 |
| Petercam-Degroof | 35 |
| Candriam | 35 |
| Institut des Réviseurs d'Entreprises (IRE) et son Award for Best Belgian Sustainability Reports | 36 |
| Chapitre III. Analyse et présentation des résultats obtenus durant les interviews | 36 |
| Section 1. Perception de l'information non-financière par les professionnels du monde financier. | 37 |
| Section 2. Perception des agences de notation extra-financières par les acteurs du monde financier | 40 |
| Section 3. Perception des rapports extra-financiers par les acteurs du monde financier | 43 |
| Chapitre IV. Interprétations des résultats obtenus | 47 |
| Section 1. Interprétations des résultats obtenus concernant la perception de l'information- financière par les professionnels du monde financier | 48 |
| Section 2. Interprétations des résultats obtenus concernant la perception des agences de notations extra-financière par les professionnels du monde financier | 51 |
| Section 3. Interprétation des résultats obtenus concernant la perception des rapports extra- financier par les professionnels du monde financier. | 55 |
| Conclusion | 59 |
| Bibliographie | 62 |
| Annexes | 67 |
| Annexe I – Retranscription des interviews effectués | 67 |
| Retranscription interview Guillaume Dasnoy datant du 23 juin 2016 | 67 |
| Retranscription interview Koen Popleu datant du 29 juillet 2016 | 78 |
| Retranscription interview Goeffroy Goenen datant du 28 juillet 2016 | 84 |
| Retranscription interview Sophie Cabie datant du 28 juillet 2016 | 94 |
| Retranscription interview Valérie Swaen datant du 29 juin 2016 | 97 |

| | |
|--|------------|
| Retranscription interview Bruno Bandella datant du 12 juillet 2016 | 99 |
| Retranscription interview Jordi Lesaffer datant du 4 juillet 2016 | 106 |
| Retranscription interview hélène Soyer datant du 4 juillet 2016..... | 115 |
| Annexe II Les informations sociales et environnementales à fournir selon la loi NRE | 121 |
| Annexe III : Répertoire des agences de notation extra-financière en 2006 | 124 |

Introduction et problématique

L'information financière est, depuis longtemps, une notion fondamentale dans le monde des affaires. En effet, elle permet d'apprécier l'état des finances et la situation économique d'une entité telle qu'une entreprise et est, par conséquent, un moyen pour différents acteurs d'établir une « valeur », un prix pour cette entité (Pierre & Besançon, 2004). Avec l'importance croissante des marchés financiers, elle a petit à petit pris une dimension de plus en plus conséquente. Elle est devenue un réel moyen de différenciation et un outil stratégique prépondérant pour les dirigeants d'entreprise.

Ce type d'information et la manière de présenter ses différentes composantes sont aujourd'hui fortement régulés à travers le monde par des lois nationales ou internationales (Acke, L., Admiraal, M.J.P., Kroes, D., & Cleymans, D., 2010). Les informations pertinentes sont présentées dans des référentiels de manière structurée et facile à comprendre. Ces référentiels font notamment référence au bilan présentant l'actif et le passif de l'entreprise à un moment donné, au compte de résultat qui rapporte les revenus, les dépenses et les profits de l'entreprise sur une certaine période de temps, ainsi qu'aux « cash flow statements » qui informent des cash flow générés par les activités opérationnelles, d'investissements et financières de l'entreprise (Pierre & Besançon, 2004).

Par ailleurs, depuis quelques années, des informations non-financières apparaissent progressivement dans les différentes publications d'entreprises. En effet, les organisations fournissent de plus en plus d'informations qui ne traitent pas directement des données financières. Ces « nouvelles » divulgations viennent tantôt compléter les données financières, tantôt traiter des sujets tout à fait différents. L'information non-financière semble donc être le complément de l'information purement financière ; elle se présente aujourd'hui de plus en plus comme une aide capitale pour une bonne compréhension et appréciation des entreprises actuelles (Pigé, 2013).

De nombreux travaux accordent d'ailleurs une importance grandissante à cette information non-financière, voire parfois même supérieure pour certaines entreprises à celle se rattachant à la finance proprement dite pour, ainsi, saisir de manière plus globale la situation d'une entité (Dupuis, 2014).

2.

Ces informations non-financières abordent des thématiques telles que la responsabilité sociétale des entreprises (RSE), le développement durable, la satisfaction des clients, la gouvernance d'entreprise, l'impact social, la satisfaction du personnel, la recherche et développement etc. (Erkem, Paugam et Stolowy, 2015). On constate donc que la taxonomie concernant cette thématique balaye un panel important de sujets parfois bien différents. Il est difficilement concevable d'espérer qu'un jour ces différentes informations figurent au bilan. Pourtant, elles sont primordiales pour le succès actuel mais aussi et surtout futur d'une entreprise placée dans un environnement concurrentiel (Kaplan & Norton, 1996/2010).

On constate donc que l'information non-financière est un sujet qui a déjà fait couler beaucoup d'encre depuis quelques années et qui continue aujourd'hui à alimenter plus que jamais les débats (Dupuis, 2014). C'est en ayant écho de cet intérêt grandissant pour les informations non-financières d'une entreprise pour mieux apprécier sa réelle valeur et de nouveaux projets de lois nationales et internationales pour mieux régir ces informations que je me suis intéressé à ce sujet. En réalisant mes recherches, l'envie de savoir et de comprendre comment les professionnels du monde financier actuel perçoivent et appréhendent les informations non-financières communiquées par les entreprises s'est précisée. C'est ainsi que j'ai décidé d'en faire le sujet de mon travail de fin d'étude.

Dans la première partie de ce travail, je m'attarde d'abord sur les aspects théoriques de cette thématique de l'information non-financière d'une entreprise que j'ai retrouvés dans différents documents en bibliothèque ou sur internet : qu'entend-on par « information non-financière », quelles sont ses origines et les raisons de son apparition, quelle a été son évolution, qu'en est-il aujourd'hui etc. Il s'agit donc ici de dresser l'état actuel des connaissances concernant cette thématique afin de se constituer une base théorique solide et utile pour la réalisation de notre étude. Ensuite, nous mettons également en lumière différentes législations s'appliquant en Belgique, en Europe et dans le monde. Le deuxième chapitre de cette partie théorique s'attarde sur les agences de notation extra-financière : de quoi s'agit-il, quelles sont les caractéristiques de ces agences et leur évolution durant ces dernières années. Enfin, le troisième et dernier chapitre de cette première partie de mon travail se concentre sur la présentation des reportings extra-financiers réalisés par les entreprises, plus particulièrement sur les deux types de reporting qui sont considérés par

certain auteurs comme les plus complets et les plus tendance à l'heure actuelle : les lignes directrices du Global Reporting Initiative et le Reporting Intégré de l'IIRC.

La seconde partie de mon mémoire a pour but de donner des éléments de réponses à la question posée ci-dessus « comment les professionnels du monde financier actuel perçoivent et appréhendent les informations non-financières communiquées par les entreprises ? »

Cette question générale contient aussi deux sous-questions :

- Comment les professionnels du monde financier perçoivent et appréhendent à l'heure actuelle les agences de notation extra-financière ?
- Comment les professionnels du monde financier perçoivent et appréhendent à l'heure actuelle les rapports extra-financiers réalisés par les entreprises

Les éléments de réponses à ces questions seront élaborés à partir d'une analyse des résultats d'interviews d'acteurs actuels du monde financier. Cette seconde partie se présente en quatre chapitres : la méthodologie utilisée pour réaliser mon étude, la présentation des entreprises rencontrées, le présentation des résultats des interviews et enfin l'analyse et l'interprétation de ceux-ci.

Enfin, ce mémoire est ponctué par une brève conclusion synthétisant les différentes idées essentielles qui ont été mises en lumière lors de ce travail.

Partie I. Revue de littérature

Chapitre I ; présentation du concept de l'information non-financière

Ce chapitre reprend une définition aussi précise que possible de l'information non-financière, quelques mots sur son histoire et ses origines, ainsi que l'importance actuelle que le public lui accorde. Il met également en avant différentes régulations qui guident la publication d'informations non-financières par les entreprises à travers le monde.

Section 1. Définition

Il est très difficile de donner une définition précise et surtout complète de l'information non-financière. En effet, son cadre est bien moins restrictif que celui utilisé pour l'information financière. L'expression « Information non-financière » est manipulée à travers différents contextes pour décrire différentes mesures n'ayant parfois, à première vue, aucun point commun. Il n'existe donc pas de définition synthétique de celle-ci et les différents auteurs la perçoivent très souvent comme l'opposé de l'information financière. (Poincelot & Wegmann, 2005 ; Protin & al, 2014).

Comme nous l'indique une étude bibliométrique récente (Protin & al. 2014), nous pouvons néanmoins trouver des caractéristiques importantes propres à l'information extra-financière qui reviennent très couramment dans les différents textes dépeignant ce sujet :

- Premièrement, selon Amir & Lev (1996)¹ et Amir & al. (2003)², l'information non-financière se rapporte à des informations qui ne sont pas présentées dans les états financiers basiques tels que le bilan, le compte de résultat et le tableau de flux de trésorerie (cité dans Protin & al., 2014). Il s'agit globalement « d'une information non issue de la comptabilité » (Protin & al., 2014, p.42). Il s'agit donc d'informations qui

¹ Amir E., Lev B., Sougiannis T. (2003). Do nancial analysts get intangibles? *European Accounting Review*, 12, 635-659.

² Amir E., Lev B. (1996). Value-relevance of non nancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 3-30.

n'impactent pas de manière directe un élément repris dans les états financiers traditionnels.

- Deuxièmement, elle vient combler les manquements de l'information comptable dans la valorisation d'une entité et de ses actifs. L'International Corporate Governance Network (ICGN)(2008) la voit comme une information aidant à contextualiser les performances antérieures, à clarifier les projets d'une entreprise et les opportunités qui s'offrent à elle ainsi que les risques qu'elle encourt. Selon Perrini (2006)³, elle « permet aux parties prenantes de mieux comprendre la performance globale de l'entreprise, sa stratégie et ses perspectives de croissance » (cité dans Protin & al., 2014). Elles sont donc utiles pour apprécier le futur d'une entreprise particulièrement concernant ses performances.
- Troisièmement, selon Rees et Sutcliffe⁴, il s'agit « d'informations dont l'incidence monétaire est souvent difficile à quantifier » (cité dans Protin & al., 2014).
- Enfin, quatrièmement, elles peuvent être de nature quantitative ou qualitative et, en fonction des régulations qui s'appliquent à l'entité, la présentation de ces informations est tantôt obligatoire, tantôt facultative (Protin & al., 2014).

De manière générale, l'information non-financière peut, selon Erkens, Paugam et Stolowy (2015), être vue de deux manières différentes :

- La première approche de l'information non-financière se concentre sur la définition alternative de la performance d'une entreprise ne se concentrant pas uniquement sur des mesures de performances financières. Sous cet angle de vue, elle décrit donc des publications d'une entreprise se rapportant à des sujets autres que directement financiers tels que la RSE, la gouvernance d'entreprise, le capital intellectuel etc. Ces différents sujets s'appuient notamment sur des indicateurs de performance différents de ceux utilisés traditionnellement pour la performance financière.

³ Perrini F. (2006). The practitioner's perspective on non- nancial reporting. *California Management Review*, 48(2), 73-103.

⁴ Rees W., & Sutcliffe C. (1994). Quantitative non- nancial information and income measures: The case of long-term contracts. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(3), 331-347.

6.

- La deuxième approche quant à elle qualifie de non-financières les informations divulguées via des canaux de « reporting » autres que ceux typiquement et largement utilisés par les entreprises (rapports annuels, bilan, compte de résultats etc.) ou dans un format différent. Dans le cas présent, l'information en elle-même peut donc concerner aussi bien des renseignements financiers que non-financiers. Les meilleurs exemples de canaux de diffusion atypiques sont les sites internet, les articles dans la presse, la communication directe (conférences, etc.).

Il est à noter que la suite de ce document sera développée sous l'angle de la première approche. Nous avons en effet pour but de mettre en lumière l'information non-financière en tant que telle. De plus, toujours selon l'étude réalisée par Erkens, Paugam et Stolowy (2015), la seconde manière de concevoir notre thématique n'est pas réellement à l'ordre du jour et a très peu été utilisée par les différents auteurs référencés dans cette recherche bibliométrique.

Même s'il est donc très compliqué de donner une définition simple, précise et complète de ce qui correspond à l'information non-financière, cette dernière faisant référence à des nombreuses thématiques, nous tenons tout de même à en donner une afin de nous guider tout au long de ce mémoire. Nous utiliserons celle donnée dans l'étude bibliométrique de Erkens, Paugam et Stolowy (2015, p) : « Les informations non-financières sont des divulgations fournies aux personnes extérieures à l'organisation concernant des dimensions de performances autres que les évaluations traditionnelles de performances financières comprises comme un actionnaire ou un créancier le comprend. » (Selon notre traduction)

Les raisons qui nous poussent à utiliser cette définition plutôt qu'une autre sont multiples. Premièrement, elle est simple tout en étant assez complète. Deuxièmement, celle-ci définit bien l'angle sous lequel nous comprenons et envisageons cette thématique dans le cadre de ce document. Troisièmement, les auteurs de cette définition ont lu pas moins de 787 articles tournant autour de ce thème. Il est donc naturellement plus prudent d'utiliser cette définition puisqu'elle est basée sur une importante base de données.

Pour l'Institut des comptables agréés en Angleterre et au Pays de Galle (Institute of Chartered Accountants in England and Wales) (ECAEW) (2008) l'information non-financière comprend :

- Les informations contenues dans les rapports annuels qui traitent de la gouvernance d'entreprise, de la politique de gestion des risques, des processus internes de contrôle.
- Les informations qui traitent de la responsabilité environnementale et sociale de l'entreprise.
- Les informations qui présentent les expositions aux risques, la conformité de l'entreprises aux différentes exigences qui lui sont appliquées.
- Les informations qui traitent les agissements de l'entreprise face à l'intérêt public.

Section 2. Son histoire et son développement

Pour mieux comprendre l'origine des informations non-financières ainsi que les causes qui ont poussé à accroître l'importance de leur publication, il faut se remettre dans le contexte dans lequel elles sont nées.

Pour ce faire, parlons tout d'abord des publications d'informations financières d'une entreprise, exprimant de manière monétaire les performances et les résultats de celle-ci (San Ong & Heng Teh, 2009). On remarque que les premières publications financières remontent à l'apparition de l'écriture. En effet, 3500 ans avant Jésus-Christ, des agriculteurs de la région d'Uruk et de Suse commençaient à écrire sur des plaques d'argile le nombre de bêtes vendues durant une période précise et ce qu'ils avaient reçu en échange. C'était donc les prémices de la comptabilité se rapportant uniquement à des données financières quantitatives (Richard, 2012).

En faisant un énorme saut dans le temps, les publications financières ont réellement commencé à être utilisées au cours du 19^{ème} siècle après la conception de lois les régulant. Ces dernières ne sont en fait que les conséquences d'une importance grandissante des marchés et de la bourse. En effet, pour pouvoir valoriser différentes entreprises, il faut des modèles uniques regroupant des données comptables. Les premières théories de comptabilité en coût historique apparaissent alors. Elles sont rapidement suivies par celles se rapportant à la comptabilité en juste valeur (Richard, 2012).

8.

Bien qu'intéressant, le sujet de ce document n'est pas de présenter l'évolution de la comptabilité à travers le temps et le monde. Nous voulons tout simplement noter que jusqu'à cette époque, l'information non-financière n'est pas prise en compte, le public ne s'y intéresse pas et les régulations ne portent que sur les publications purement financières. Les différentes comptabilités sont alors fortement influencées par le jeu boursier et par la valeur purement économique et financière des actifs. Le non-financier n'a tout simplement pas encore sa place à cette époque (Richard, 2012).

Le plus gros problème de l'information financière est qu'elle reflète uniquement et partiellement le passé de l'entreprise mais n'éclaire que très légèrement le public sur son avenir. Or, la valorisation d'une entreprise se construit sur l'anticipation des cash-flows futurs que celle-ci va générer. Les indicateurs non-financiers eux, sont bien souvent plus aptes justement à anticiper le futur d'une entreprise par l'information qu'ils véhiculent d'eux-mêmes ou complémentirement aux états financiers (Cauvin, Decock-Good & Bescos, 2006 ; Chaterij & Levine, 2006 ; Milost, 2013). En effet, les divulgations portant sur le non-financier permettent aux investisseurs de se pourvoir d'une vision à plus long terme de leurs plans d'investissement. Elles sont conçues pour expliquer, d'une manière souvent descriptive, certaines relations qui ne peuvent pas l'être de manière satisfaisante par des termes financiers se rapportant à la comptabilité traditionnelle (Milost, 2013). Ces constatations imposent une remise en question dans la manière de voir et de juger une entreprise.

Des débuts douteux

Début des années 70 du siècle passé, cette remise en question prend forme. C'est en effet à cette époque que différents penseurs commencent à se questionner sur les limites de la croissance économique et du monde financier et que les premières publications concernant l'information non-financière apparaissent.

Nordhaus et Tobin (1973) commencent à se questionner sur la croissance économique et tentent par exemple de réformer certains indicateurs financiers clés tels que le PIB. Au niveau des entreprises, Müller-Wenk (1976) pose les prémices de la comptabilité écologique

qui, comme son nom le sous-entend, fait le lien entre la comptabilité traditionnelle en coût historique et la prise en compte du capital naturel et humain.

Parallèlement, l'environnement concurrentiel des entreprises change fortement après les années 70. On passe en effet d'une concurrence purement industrielle, basée sur la réduction des coûts et par conséquent sur les aspects financiers à une concurrence de plus en plus informationnelle qui se concentre sur l'avantage concurrentiel durable pour des entreprises (Richard, 2012). Beaucoup d'entreprises ne savent plus intégrer dans leur organisation les différentes nouvelles technologies permettant des rendements toujours meilleurs, au même rythme qu'elles se développent, tant ce développement est rapide. Il leur faut alors trouver une autre source d'avantage concurrentiel durable. Celle-ci viendra des aspects non-financiers de l'entreprise. (Richard, 2012)

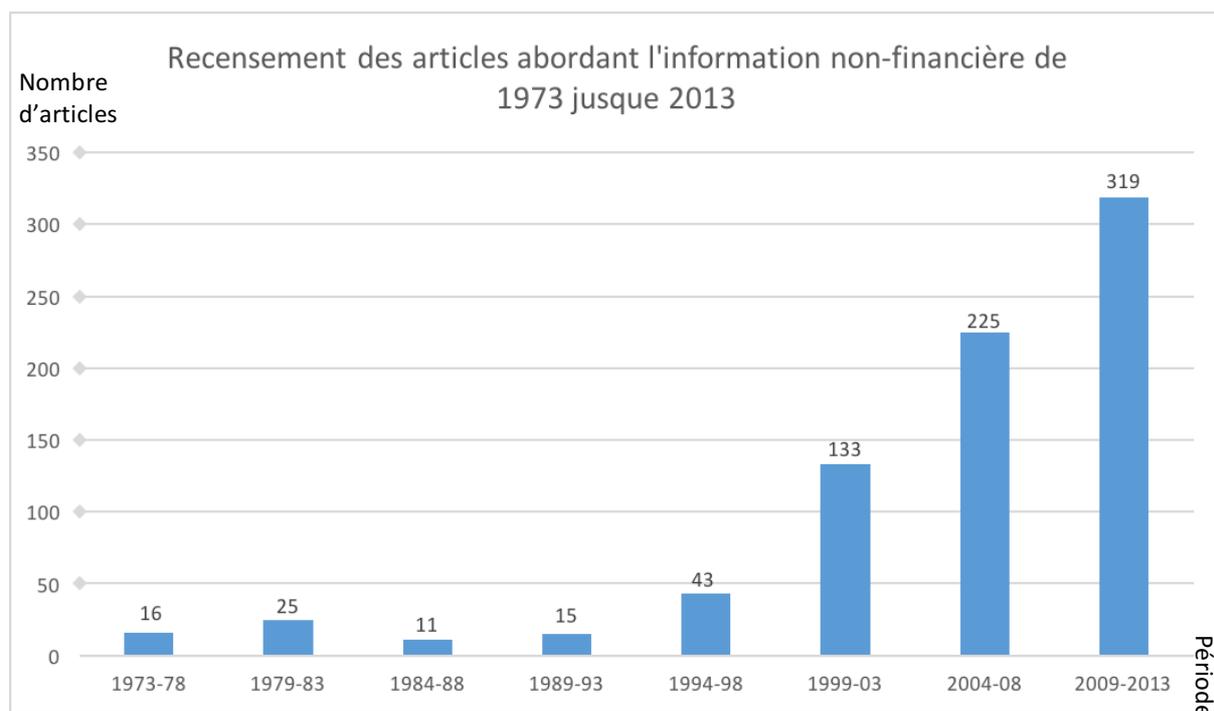
Comme le confirme une étude bibliométrique réalisée par Erkens, Paugam et Stolowy (2015), les années 70 marquent donc le départ réel des publications non-financières.

On remarque cependant que durant les 25 premières années, ces publications sont assez rares. En effet, entre 1973 et 1998, les auteurs recensent 4,4 articles en moyenne par année. On peut donc dire que, durant cette époque, ce sujet était traité mais de manière accessoire.

Les années de lancement

A partir des années 2000 on constate très clairement une évolution significative. Le nombre d'articles entre 1999 et 2003 passe à 133, soit plus que sur la période 1973-1998. La période s'étalant de 2004 à 2008 voit ce chiffre passer à 225 pour terminer à 319 publications entre 2009 et 2013.

10.



Graphique 1 ; Recensement des articles abordant l'information non-financière de 1973 à 2013

Source ; propre à partir des données de Erkem, Paugam & Stolowy (2015) : *Non-financial information : state of the art and research perspectives based on a bibliometric study* p. 23

On remarque donc un véritable « boum » des publications se rapportant à l'information non-financière à partir des années 2000. Celui-ci coïncide avec l'intérêt grandissant pour les performances sociales et écologiques qui apparaissent notamment à la fin du 20^{ème} siècle, mais aussi et surtout par le contexte de l'époque (grande volatilité des marchés, concurrence accrue, globalisation, apparition des nouvelles technologies etc.) (Poincelot et Wegmann, 2005 ; Protin & al, 2014 ; San Ong & Heng Teh, 2009 ; Graham & al, 2002).

Les facteurs clés de succès des entreprises qui étaient autrefois uniquement basés sur l'avantage concurrentiel par les coûts, s'appuient aujourd'hui sur d'autres choses telles que la soutenabilité, l'impact environnemental, le capital humain, la flexibilité par rapport au client, etc. (Perera & Harrison, 1997 ; OCDE, 2006,).

Ces nouveaux centres d'intérêt accroissent la demande pour les informations non financières et on voit alors se développer différentes initiatives incluant de manière significative ce type de données.

Cet accroissement d'intérêt est également confirmé par l'apparition de 6 journaux/revues spécialisés sur le sujet à partir du début des années 2000. Le nombre d'articles parus dans ces derniers double même quasiment entre la période antérieure à 2008 et celle postérieure.

La crise comme élément marquant

Après 2008, on remarque donc une augmentation significative du nombre de publications non-financières, due aux crises financières et économiques ainsi qu'aux différents scandales financiers tels que Enron, Tyco International ou encore Meryll Lynch (Protin & al., 2014). Se sortir de cette crise, relancer l'économie et surtout retrouver la confiance demandent de nouveaux outils capables d'envisager le futur des entreprises et les conséquences systémiques des actions de celles-ci. Les investisseurs et créanciers des entreprises éprouvent alors la nécessité d'obtenir toujours plus d'informations concernant le potentiel économique et organisationnel d'une entreprise afin d'allouer leurs ressources de manière optimale (Zogning, 2014). Ceux-ci trouveront une partie de leurs demandes dans l'information non-financière.

Le public s'est également rendu compte que cette crise de 2008 était non seulement financière mais aussi environnementale et sociale. On a remarqué que ces trois éléments étaient donc fortement corrélés. De cette constatation s'en est tiré la conclusion suivante : se concentrer uniquement sur l'aspect financier des entreprises sans se préoccuper des deux autres éléments s'avère être une option incapable de répondre aux demandes et aux besoins du public actuel. Le public s'est aperçu que gérer une entreprise uniquement au travers de ses éléments financiers conduit à la gabegie du capital naturel et humain qui sont les éléments de base des entreprises. (Richard, 2012)

Cette nouvelle prépondérance de l'information non-financière dans l'appréhension du monde financier est alors très clairement soulignée par les différents acteurs et penseurs de ce dernier. On peut par exemple citer le « *call for action* » (2009) qui n'est autre qu'un document écrit communément par la Fédération des Experts comptables Européens et EUROSIFF développant les différentes améliorations possibles concernant les publications d'entreprise touchant à la soutenabilité :

12.

In the current climate of financial and economic crisis, FEE and Eurosif wish to raise the strategic importance of sustainability disclosures in order to provide financial information in a more comprehensive and meaningful way and to increase transparency, as surveys show that sustainability disclosures are often limited or not existing in the annual reports. The number of companies disclosing sustainability information in general - in sustainability reports or elsewhere - has nevertheless grown significantly in recent years.

Greater transparency can play a role in helping to restore trust in business. Better information is critical in facilitating well informed decision-making that takes account of risk and other factors. Increasingly investors are demanding more developed and sophisticated reporting on non-financial issues. Non-financial information helps put historical performance into context and portrays the risks, opportunities and prospects for future growth. Non-financial information including sustainability information plays an important role in mitigating short-termism that until recently dominated financial analysis and valuation.

Sustainability disclosures are integral to reporting: sustainability should be embedded at the core of the company's strategy and decision making. It is regrettable that the disclosed sustainability related KPIs (Key Performance Indicators) are often not yet linked with the financial statements. Sustainability related KPIs form an essential factor in investment decisions made by analysts. It is therefore important for companies to have guidance on how to identify relevant KPIs. (Fédération des experts comptables européens, 2009, p.2)

Les crises financières de 2008 et les scandales les accompagnant ont très clairement démontré qu'il était de plus en plus risqué d'accorder une trop grande importance aux informations financières qui peuvent être faussées et surtout qui ont bien souvent une vision court-termiste de la performance. Ces crises ont montré que le monde avait besoin d'une vision de la finance et de la performance des entreprises englobant les concepts liés aux informations non-financières tels que la stabilité financière, la performance long-terme et la soutenabilité de l'entreprise (Zogning , 2014).

Section 3. Importance actuelle du capital non-financier

Comme je l'ai déjà introduit dans la partie précédente, on remarque donc que l'information non-financière a commencé à être très fortement étudiée après les années 2000 mais plus encore après les crises financière et économique de 2008. A partir du 21^{ème} siècle donc, les entreprises ont pris conscience de l'importance de cette information non-financière. L'étude de PricewaterhouseCoopers (PWC) (2002) avance même, que la plupart des dirigeants de multinationales pensent que les mesures de performances non-financières ont plus de valeur que les performances financières traditionnelles.

Aujourd'hui, ce sujet est très certainement plus que jamais au goût du jour. Dans son livre « Economie et comptabilité de l'immatériel », Jean-Claude Dupuis tente, en utilisant plusieurs études, de soupeser l'importance de l'immatériel dans l'économie actuelle. Il définit « l'immatériel » comme étant « l'ensemble des ressources et informations qui restent invisibles comptablement », ce qui correspond à la définition de l'information non-financière que nous avons donnée. A cet effet, il utilise, comme indicateurs du capital immatériel, le goodwill et le Price-To-Book (PBR) ratio. Ces indicateurs mesurent ce qui est invisible dans l'entreprise comptablement parlant. En effet, le goodwill se définit comme étant la différence entre la valeur de marché des capitaux propres de l'entreprise et leur valeur comptable. Dans le cas où l'entreprise est cotée, le goodwill sera simplement égal à la différence entre la valeur boursière de celle-ci et sa valeur comptable. Le PBR quant à lui exprime la même chose que le goodwill mais de manière indicielle. Il a donc pour avantage de ne pas donner une valeur absolue mais bien un ratio qui permet la comparaison entre des entreprises de tailles différentes. Le PBR va donc calculer un ratio de la valeur de marché sur la valeur comptable de l'entreprise.

On constate dans la Figure 2 que le niveau moyen du PBR a significativement augmenté depuis les années 70. Par exemple, on constate sur ce graphe que le PBR du Standard & Poor's 500 qui est considéré comme un indice de référence (sur le site internet du Café de la Bourse, page consultée le 17 mai 2016) est passé de l'unité en 1979 à 2,4 en 2010.

14.

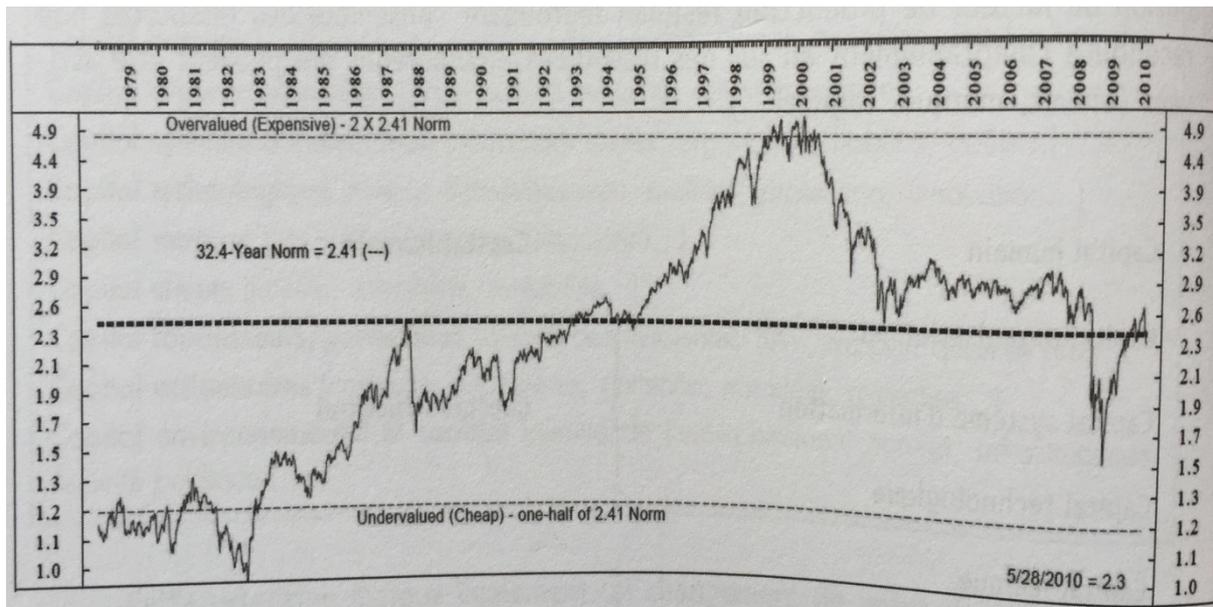


Figure 2. - Evolution du PBR du Standard & Poor's 500 Source ; Ned David Research, Inc. Montré dans Dupuis, 2014. Economie et comptabilité de l'immatériel. p.20

L'auteur se réfère également à une étude réalisée par Ernst and Young (2010) qui, en utilisant la formule suivante, est arrivé à la conclusion que le capital non-financier représentait plus des 2/3 des entreprises composant l'EuroStoxx 600.

Valeur du capital immatériel

Valeur de marché de l'actif économique (valeur d'entreprise)

- Valeur comptable des immobilisations hors immobilisations incorporelles

- Actif net d'exploitation

où,

Valeur de marché de l'actif économique = capitalisation boursière + dettes financières

Actif net d'exploitation = actif circulant – dettes d'exploitation

Figure 3. - Valeur du capital immatériel Source ; Dupuis, 2014. Economie et comptabilité de l'immatériel. p.21

Section 4. Législations nationales et internationales en vigueur concernant la publication d'informations non-financières

Dans cette section, j'analyse certaines législations nationales et européennes qui régulent et éclairent les informations non-financières et leurs publications réalisées par les

entreprises, telles qu'une directive de la commission européenne datant de 2014 et différentes législations nationales et plus spécifiquement la législation française.

Comme le met en avant l'institut RSE (2013), dans toutes ces normes/lois concernant l'information non-financière, nous retrouvons toujours 3 caractéristiques communes :

- Au service de l'intérêt de l'entreprise elle-même : ces lois incitent l'entreprise à évaluer les risques et les opportunités, à innover, à gérer son capital de manière optimale, à rester proche de ses clients, à attirer l'investisseur etc.
- Principe du « comply or explain » : dans le cas où l'entreprise ne respecte pas ou n'applique pas un standard, elle doit s'en expliquer.
- Principe de « matérialité » : les informations divulguées sont importantes et peuvent avoir une influence notable sur l'activité de l'entreprise.

Directive comptable de la Commission européenne

C'est certainement une des avancées récentes les plus marquantes. Elle a été publiée en 2013 et est rentrée en vigueur le 6 décembre 2014.

En effet, grâce à cette directive, la publication d'informations non-financières passe dans une autre dimension dans toute l'Europe où elle n'est plus considérée comme un sujet pittoresque et loufoque mais s'appuie réellement sur un texte de loi et dès lors est du même ordre que la reddition des comptes (Jolivet, 2014). D'autre part, elle impose un réel reporting stratégique et non pas uniquement d'impact afin de répondre aux investisseurs demandant des rapports qui présentent les différents points ayant un impact sur la création de valeur à court mais aussi à moyen et à long terme (Jolivet, 2014). La Commission Européenne oblige les états membres à transposer cette directive européenne dans leurs lois nationales au plus tard le 6 décembre 2016.

Cette directive européenne oblige les grandes entreprises d'intérêt public (notamment les entreprises cotées en bourse, les banques, les sociétés d'assurance mais également les entreprises désignées par les gouvernements nationaux des membres de l'UE) qui engagent plus de 500 personnes, avec un bilan supérieur à 20 millions € ou un chiffre d'affaires dépassant les 40 millions € (soit entre 6000 et 18000 sociétés en Europe selon la commission

16.

européenne) à divulguer des renseignements utiles concernant leurs stratégies, les risques qu'elles encourent et les résultats obtenus pour ce qui concerne au minimum, (sur le site de la Commission européenne, consulté le 20 mai 2016)

- L'environnement,
- Les aspects sociaux et de personnel,
- Les droits de l'homme,
- La corruption,
- La diversité du CA, concernant l'âge, le genre, les qualifications, l'expérience professionnelle et l'origine géographique de ses membres.

Dans cette directive, la Commission Européenne laisse libre choix au niveau de la manière de publier ces informations « utiles ». Les entreprises peuvent, si elles le souhaitent, réaliser ces communiqués dans des rapports distincts de leurs comptes annuels. Elles ont également la possibilité de suivre les lignes directrices internationales, européennes ou nationales en matière de reporting. (site du service public belge, consulté le 3 mai 2016)

Pour la transposition de cette directive dans leurs lois nationales pou au plus tard le 6 décembre 2016, la Commission laisse aussi la liberté aux Etats membres de définir les points suivants (site du service public belge, consulté le 3 mai 2016) :

- Possibilité d'obliger les entreprises à utiliser un rapport distinct pour la publication de certains types d'informations non-financière
- L'ampleur et la nature des sanctions en cas de non-respect de ces lois
- La mise en place ou non d'un contrôle externe (audit)
- L'élargissement ou non à d'autres types d'entités que celles citées dans ladite directive.

La directive cherche également à inciter les Etats membres à mettre en place des structures et procédures efficaces pour assurer le bon suivi de l'application de cette directive.

Il faut aussi signaler que, pour décembre 2016, la Commission prévoit de construire des lignes directrices non contraignantes donnant une méthodologie pour la publication d'informations non-financières englobant les indicateurs clés généraux mais aussi sectoriels se rapportant à la performance non-financière. Pour ce faire, elle envisage de réaliser des

consultations des grandes entreprises concernées, ainsi que des parties prenantes pouvant être affectées.

Législation française et la loi Grenelle

La France a très clairement été pionnière en Europe en terme de régulation concernant la divulgation d'information non-financière. Elle s'est notamment démarquée des autres pays d'Europe en créant diverses lois ayant trait au reporting d'informations extra-financières (Damak-Ayadi, 2010). On parle ici de la loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (NRE), complétée par les lois Grenelle I et plus particulièrement Grenelle II. En effet, la loi NRE de 2001 propose 18 thématiques⁵ extra-financières devant apparaître dans les rapports annuels de toutes les entreprises cotées sur le territoire français (Damak-Ayadi, 2010). En juillet 2010, la loi NRE est complétée par la loi Grenelle II qui engage tout l'Etat français dans la poursuite de meilleures performances environnementales et sociales. Cette dernière régulation oblige les entreprises françaises de plus de 500 salariés à présenter chaque année, en sus des informations financières, un bilan social et environnemental (Billet, 2010).

De plus, afin d'inciter de manière plus incisive la diffusion d'informations non-financières par les entreprises, Grenelle II impose la mise en place d'organismes indépendants vérifiant ces divulgations faites aux actionnaires. En outre, elle impose aussi aux gestionnaires de fonds de refléter dans leurs documents destinés aux investisseurs des informations environnementales sociales et de gouvernance. (Ernst and Young, 2012).

Tour d'horizon des régulations nationales et autres.

On peut affirmer qu'en Europe, la France a été pionnière à de nombreux égards dans cette démarche. De fait, avec la loi NRE qui a été complétée par les lois Grenelle 1 et 2, la France fut remarquée par la GRI comme un des pays les plus à la pointe en ce qui concerne la réglementation en matière de publication d'informations non-financières. Cependant, d'autres pays lui ont très clairement emboité le pas comme le Danemark, la Norvège,

⁵ Voir Annexes II

18.

l'Indonésie et la Chine qui obligent eux aussi aujourd'hui les entreprises à être responsables et soutenables et à le prouver via des rapports. (France-Diplomatie, 2012)

L'Allemagne aussi suit le mouvement en proposant un code de reporting à toutes ses entreprises. Elle a également débloqué des budgets pour convaincre ces dernières des bienfaits de la RSE par exemple. Les Pays-Bas quant à eux ont décidé de noter les plus grandes entreprises en fonction de la qualité de leurs informations en matière de RSE. Le Brésil, l'Afrique du Sud, le Maroc quant à eux considèrent de plus en plus la RSE comme une composante importante de l'avantage concurrentiel. L'Inde quant à elle oblige les grandes entreprises à allouer 2% de leur bénéfice au minimum à des actions RSE. Entre 2010 et 2013, 30 pays ont légiféré sur les politiques et reportings RSE des entreprises (Schneider, J. 2013).

Chapitre II. ; Les agences de notation extra-financière

L'analyse extra-financière consiste à analyser et évaluer des entreprises, des Etats ou d'autres émetteurs de titres en fonction de trois piliers non-financiers : leurs politiques Environnementales, Sociales et de Gouvernance (ESG) (Novethics, 2014). Ce chapitre comporte une présentation des agences de notation extra-financière, de leur cadre historique et des services qu'elles proposent aujourd'hui, ainsi que la trame généralement utilisée par ces agences pour réaliser leur activité principale qui est, comme son nom le sous-entend, la notation d'entreprise sur base de certains éléments extra-financiers.

Section 1. Cadre Historique de la notation extra-financière et des agences de notation extra-financière.

Apparue aux Etats-Unis au XIXème siècle, la notation du domaine extra-financier des entreprises était à l'origine centrée sur l'éthique et la religion. En effet, on constate l'apparition de stratégie d'investissement dans des entreprises respectant certaines convictions religieuses de l'Eglise. Elle excluait par exemple les placements dans des entreprises liées avec l'alcool, le tabac et la pornographie. C'était donc les prémices de la notation extra-financière qui était basée sur un principe d'exclusion (Alberola & Giamporcaro-Saunière, 2006).

Dans les années 80, l'investisseur européen se préoccupe de plus en plus des thématiques ayant trait à la RSE et au développement durable. On voit alors se développer le concept d'investissement socialement responsable (ISR) où les investisseurs s'intéressent aux différents impacts des activités de l'entreprise sur l'environnement social et écologique (sur le site internet de BforBank, 2013). Cet intérêt nouveau est d'ailleurs en quelque sorte un premier outil de jugement ou de notation utile pour les investisseurs.

C'est dans ce contexte que les agences de notation extra-financière sont nées. Ces agences permettent au public désireux d'investir dans une entreprise de bénéficier d'avis d'experts dans les domaines sociaux, environnementaux et de gouvernance et de se fonder sur ces avis pour sélectionner les entreprises dans lesquelles investir en tenant compte de critères non-financiers. Ces agences analysent donc les comportements de l'entreprise afin d'aider l'investisseur à évaluer si ladite entreprise mérite son investissement ou pas (Camprodon, Florensa & Sols ; 2008).

Section 2. Le marché actuel des entreprises de notations extra-financière

Depuis les années 80, ce marché de l'analyse et de notation de l'extra-financier n'a cessé de croître. On compte aujourd'hui environs une trentaine d'agence de notations à travers le monde⁶ (Alberola & Perthuis, 2005). A la différence de leurs consœurs financières, on constate que celles-ci restent nationales à l'exception de Vigéo qui tente de s'exporter sur plusieurs continents.

En Europe, le marché est encore plus jeune qu'aux Etats-Unis mais s'est considérablement accéléré après les années 2000 pour fortement muter entre 2008 et 2011. En effet, durant ce laps de temps en effet, le marché a connu une ère de consolidation souvent via des rachats de concurrents alors même que de nouveaux acteurs entraient sur le marché. Depuis, ces différents acteurs semblent s'être quelque peu stabilisés. Il n'en reste pas moins un marché dynamique, non plus de par les différentes fusions et acquisitions entre les différents protagonistes, mais par la multiplication des services toujours plus développés offerts par ceux-ci. (Novethic, 2014)

⁶ Voir Annexe III : la présentation des agences de notation extra-financière (attention toutefois, ce répertoire date de 2006, depuis plusieurs changement)

20.

On comptait aujourd'hui une trentaine d'agences de ce type sur notre continent (Voir interview Jordi Lessafer dans Annexe I). Afin d'avoir une idée, même si le secteur a légèrement changé depuis, en 2006 La Grande-Bretagne était considérée comme pionnière dans ce domaine et comptait pour preuve pas moins de 7 fournisseurs de notation extra-financière. Cette concurrence, certes moins forte, se distinguait aussi dans d'autres pays comme en Allemagne (3), en France (3), en Italie (2) ou en Suisse (6). D'autres pays, tels que la Suède, les Pays-Bas ou l'Espagne étaient pourvus uniquement d'un seul acteur sur ce marché (Alberloa & Giamporcaro-Saunière).

En Belgique, on compte actuellement deux agences dénommées Ethibel et Vigéo. Il est à signaler que, même si ces deux agences ont bien des personnalités juridiques propres, elles se sont néanmoins rapprochées il y a deux ans et collaborent aujourd'hui. Elles travaillent d'ailleurs dans des bureaux communs comme j'ai pu le constater durant mes interviews.

Section 3. Les services offerts par les agences de notation extra-financière

Analyses extra-financières

C'est évidemment la principale activité des agences de notations. Même si aucun standard n'existe concernant la notation extra-financière, on retrouve entre les agences un modèle opératoire fort semblable.

Elles analysent les entreprises selon différents domaines déclinés en de nombreux critères. Chaque critère est alors analysé par l'agence via diverses sources d'informations concernant les actions et les impacts de l'entreprise étudiée. Chaque critère est également pondéré en fonction du secteur de l'entreprise étudiée et de la considération de l'agence pour ce critère. A partir de ces analyses et pondérations, les agences déterminent une note globale pour l'entreprise.

L'analyse d'informations non-financières se déroule en deux temps. Le premier est la récolte d'informations qui va construire les bases de données tandis que le second s'articule autour du traitement de celles-ci en les faisant passer par toute une série de critères d'évaluation. Après ces deux étapes on doit retrouver une information synthétique et utilisable pour le public et les différents investisseurs (Alberloa & de Perthuis, 2005).

Pour la récolte d'informations, on constate théoriquement deux manières de faire :

- Relation directe avec l'entreprise à noter
 - Questionnaire
 - Relations directes
 - Publications de l'entreprise
- Relation avec les parties prenantes
 - Questionnaire
 - Relations directes avec parties prenantes
 - Bases de données
 - Médias , syndicats, ...

Après cette première étape on passe donc à l'analyse des informations. C'est sur cette analyse que les agences de notation diffèrent entre elles particulièrement sur deux points (Alberloa & de Perthuis, 2005) :

- L'approche de l'analyse

Certaines organisations se concentrent uniquement sur certains secteurs d'entreprises et essayent d'en analyser le maximum de critères. D'autres par contre réalisent une analyse sur presque n'importe quel secteur mais en étudiant forcément beaucoup moins de critères. Ces analyses cherchent à comprendre et à expliquer comment une organisation étudiée s'organise, alloue ses ressources et manage ses différents processus en ce qui concerne les domaines non-financiers tels que l'environnement, la société et sa gouvernance pour répondre à ses différents objectifs économiques mais également aux exigences de ses parties prenantes.
- Les critères d'évaluations retenus

Pour analyser une entreprise sur ses points extra-financiers, une agence de notation va avoir recours à une grille de critères qui sont définis à partir de référentiels et de normes dont nous avons quelque peu discuté plus haut. Ce sont donc, dans la plupart des cas, des normes éditées par de grands organismes internationaux tels que la GRI, l'OCDE etc. Dans ces grilles reviennent le plus souvent les domaines des ressources humaines, de la gouvernance de l'entreprise, de l'environnement, des relations que l'organisation a avec ses clients, ses fournisseurs ainsi que ses différentes parties prenantes.

L'évaluation des entreprises se fait, pour la majorité des entreprises de notation, via le principe du « scoring » (Alberola & de Perthuis, 2005). Cette méthode consiste en « une technique statistique permettant de classer un individu dans l'un des quelques groupes définis à priori et ce au vu de certaines caractéristiques de cet individu. » (Hassan Mathlouthi, 2013, p.4) Cela permet donc de mesurer la performance d'une entreprise en utilisant différents critères pondérés en fonction de leur importance. En utilisant tous ces critères, l'agence de notation arrive à une note globale ce qui permet de placer l'entreprise par rapport aux autres appartenant au même secteur.

Gestion de la controverse

Les agences de notation disposent aussi de « services de veille » utilisant plusieurs sources comme les médias ou les syndicats par exemple, les alertant en cas de pratiques controversées d'une entreprise. Celles-ci peuvent être traitées de deux manières différentes par les agences de notation. Dans un cas, l'allégation est repérée et analysée avant de rendre la note globale de l'entreprise. Dans ce cas, cette controverse sera, si besoin, prise en compte en fonction de l'impact de celle-ci sur la société elle-même, sur son environnement et sur ses parties prenantes. Dans l'autre cas, elle n'est constatée qu'après la diffusion de la note de l'entreprise. Dans cette situation, les agences de notations disposent de moyens pour alerter ses clients que la note de l'entreprise en question a été réévaluée suite à cette controverse. (Novethic, 2014).

Audits

Ici les clients ne sont plus des investisseurs mais les entreprises elles-mêmes qui demandent à être auditées sur leurs pratiques ayant trait aux données non-financières. Ces audits, aussi appelés « notation sollicitée », ont pour but de donner à une entreprise ou à un de ses département un avis sur ses pratiques de gouvernance ainsi que ses les impactes de ses activités sur l'environnement et la société. L'agence dans ce cas va réaliser un rapport indiquant d'une part les points forts de l'entreprise et la manière de les consolider et d'autre part les points faibles de l'entreprise et la manière de les améliorer. Ce rapport peut alors, si l'entreprise analysée le désire, être publié par l'agence de notation (Novethic, 2014).

Evaluation de portefeuille

Les agences vont dans ce cas-ci proposer aux investisseurs de noter leurs portefeuilles en fonction de critères non-financiers⁷. Pour ce faire, les agences analysent le portefeuille d'un client dans son ensemble afin de lui donner une note globale. Cette note globale est bien entendu fonction des notations données à chacune des entreprises présentes dans le portefeuille. Les investisseurs peuvent également demander à évaluer leur portefeuille seulement selon certains critères bien spécifiques.

Chapitre III. Les lignes directrices de reporting non-financier

Depuis quelques années, le reporting extra-financier a fait son apparition (Buhr, 2007). Au départ, ces divulgations prenaient place dans les rapports annuels financiers des entreprises mais depuis environ une vingtaine d'années, ces informations non-financières, en particulier celles concernant les aspects sociaux, environnementaux et de gouvernance, sont apparues dans des rapports séparés. (Cho et al, 2009) Au fil des années, ces rapports sont devenus de plus en plus longs et complexes. C'est en partie pour cette raison qu'aujourd'hui, on essaye de nouveau d'incorporer dans un même rapport unique les informations non-financières et les données financières. Cependant, ce n'est en rien un retour en arrière puisque maintenant les entreprises les plus à la pointe dans ce domaine tentent d'intégrer, c'est à dire de lier ces différents types d'information (Hopwood, 2009). Ce type de rapport est aujourd'hui appelé « rapport intégré » (ou integrated reporting).

Je présenterai dans ce chapitre les deux principales propositions de guidelines qui ne font pas force de loi à l'heure actuelle en Europe mais qui sont toutes deux réputées pour être les plus développées (Damak-Ayadi, 2010) : les lignes directrices du Global Reporting Initiative

⁷ Voir Annexe I, Interview Bruno Bandella.

24.

(GRI)⁸ et celles du Reporting intégré (RI) de l'International Integrated Reporting Council (IIRC)⁹.

Afin de bien comprendre, les guidelines peuvent sous certains angles se rapprocher de normes mais ce n'est pas pour autant la même chose. Les normes que je vous ai présentées auparavant sont là pour régir des publications d'entreprise et les inciter, voire les obliger, à réaliser telle ou telle action/publication d'une manière bien définie. Les guidelines que nous allons vous présenter essayent d'appréhender l'entreprise afin d'intégrer dans sa stratégie des concepts qui sont reliés à des informations autres que financières. Ces guidelines cherchent donc bien à être profondément intégrés aux entreprises et tentent de changer non seulement les reportings comme les normes mais aussi et surtout la manière de penser des entreprises.

Section 1. Global Reporting Initiative (GRI)

Selon le document introduisant les guidelines GRI (2015), ces guidelines sont bien plus qu'une simple collecte de données. Elles demandent principalement à l'entreprise de communiquer des informations matérielles sur les principaux impacts de l'entreprise, positifs ou négatifs, sur l'environnement, la société et l'économie.

En suivant ces dernières, les entreprises peuvent générer des données fiables, pertinentes et standardisées qui estiment les opportunités et les risques et qui donnent ainsi des informations capitales pour les prises de décisions aussi bien de l'entreprise que de ses parties prenantes.

Les lignes directrices de la GRI, en plus de bénéficier d'une grande notoriété dans le monde financier, sont les seules à essayer de proposer également une méthodologie précise et des calculs prédéfinis d'indicateurs de performance, ce qui lui confère un aspect normatif bien

⁸ Le GRI, créé en 1997, est une organisation indépendante à but non lucratif qui aide les entreprises, les gouvernements et autres entités à comprendre et communiquer des mesures non-financières telles que leurs impacts sur les changements climatiques, les droits humains, la corruption etc. Ses lignes directrices concernent donc le développement durable et les performances économiques, sociales et environnementales. (GRI, page consultée le 14 juin 2016)

⁹ Sur son site internet, consulté le 27 juin 2016, l'IIRC se définit comme une « coalition regroupant des entreprises, des investisseurs, des autorités de réglementations, des instances de normalisations, de représentants de la profession comptable et des ONG. Tous ces acteurs sont convaincus que le reporting des entreprises doit évoluer vers une communication sur la création de valeur. » (selon notre traduction)

plus poussé que d'autres lignes directrices (Eglen & Saghroun, 2004). C'est d'ailleurs pour ces deux raisons principales que j'ai décidé d'en faire leur présentation.

Les directives GRI

Les guidelines proposées par le GRI tentent de répondre aux demandes de plus en plus nombreuses émanant d'une part des entreprises qui reconnaissent le besoin d'avoir des activités durables et soutenables et d'autre part des bourses, des marchés, des investisseurs et de la société dans son ensemble qui réclament des entreprises plus transparentes concernant leur soutenabilité, les performances et leurs impacts (Lagarenne & Tourjansky-Cabart, 2002).

Les dernières directives publiées par le GRI datent de mai 2013 et sont intitulées « G4 ». Le but de ces dernières est simple : aider les organisations en tout genre (grandes ou petites, tout secteur confondu) à réaliser des rapports de soutenabilité convenables et appropriés et de créer des standards de reporting de soutenabilité robustes et réfléchis (GRI, 2015). Les normes GRI, plus que toutes les autres, placent le concept de « matérialité » au centre de l'attention. Cette matérialité ne peut être évaluée, selon cet organisme, qu'en tenant compte de l'avis des parties prenantes de l'entité (investisseurs, régulateurs, société civile, employés, clients, fournisseurs etc.). En plaçant de cette façon les différentes parties prenantes au centre de l'attention, les entreprises comprennent plus directement les impacts économiques, environnementaux et sociaux et la manière dont ces impacts sont reliés à sa valorisation et sa résilience. Cela permettra, via le concept de matérialité, de retirer une plus grande valeur de leur reporting ainsi qu'un plus important retour sur investissement de leurs ressources.

Structure et format des directives GRI

Le but ici est de donner une idée générale de la structure du rapport imposée par ces guidelines. Nous ne développerons donc pas l'ensemble des parties de ce dernier.

G4 est présenté selon le GRI (2015) en deux documents distincts :

26.

- **Principes de reporting et Eléments d'information**

Ce document définit les principes de reporting, les informations à insérer et les critères à appliquer afin d'arriver à un rapport de qualité en suivant précisément les lignes directrices du GRI.

- **Guide de mise en œuvre ;**

Ce document donne des conseils et avis pour l'application des principes de reporting, pour la préparation des données à communiquer et pour la bonne compréhension des lignes directrices.

La première étape dictée par le GRI est de définir la matérialité et les frontières ; il s'agit donc de repérer les activités ayant un impact significatif et pouvant donc influencer les évaluations et décisions des parties prenantes. Parallèlement à cela, l'entreprise devra définir les frontières indiquant si ces impacts sont internes ou externes à l'entreprise.

Par la définition de ces deux concepts, G4 veut fournir une image de l'entreprise et de ses impacts, directs ou indirects, sur l'environnement, l'économie et la société.

Ensuite, nous passons à la réelle divulgation d'informations. Pour le GRI, il y a deux types d'information à inclure dans le rapport :

- *Eléments généraux d'information*

Ils fixent le contexte du rapport, décrivent l'organisation et le processus utilisé pour la création du rapport. L'organisme doit présenter les sept éléments suivants ; Stratégie et analyse, Profil de l'organisation, Aspects et périmètres pertinents identifiés, implication des parties prenantes, profil du rapport, gouvernance, éthique et intégrité

- *Eléments spécifiques d'information*

Ces informations sont également divisées en deux sous-catégories :

- **Management Approach (DMA)**

Les informations ici concernent la manière avec laquelle l'entreprise gèrera ses impacts matériels sur l'environnement, la société et l'économie. Cela donne donc une idée sur l'approche de l'organisme en ce qui concerne sa soutenabilité. Ici, on trouvera les raisons de la matérialité, la manière de gérer les problèmes ainsi que la manière d'évaluer cette gestion

- **Indicateurs**

Les directives G4 contiennent des indicateurs pour toute une série d'aspects de soutenabilité. Ceux-ci se présentent la plupart du temps de manière quantitative et permettent aux organisations de se pourvoir d'informations sur leurs impacts mais également leurs performances environnementales, sociales et économiques.

Section 2. L'International Integrated Reporting Council (IIRC) et l'Integrated Reporting (RI)¹⁰

l'IIRC a pour mission, depuis son apparition en 2010, de créer un reporting intégré et une manière de penser étant tous deux en parallèle aux différentes pratiques des entreprises publiques et privées. Sa vision quant à elle veille à ce que l'allocation du capital de l'entreprise et son comportement amènent à une stabilité financière et un développement soutenable via l'utilisation d'un reporting intergré (RI). (Ledouble, Stordeur & Cretté, 2014)

Depuis 2014, l'IIRC est en pleine phase « Breakthrough » qui est définie par le passage de la création et tests d'un cadre international pour le RI au développement et l'adoption des organisations de reporting à travers le monde (site de l'IIRC, page consultée le 27 juin 2016).

Aujourd'hui, l'Integrated Reporting est vu par de nombreux auteurs comme le reporting qui peut réellement changer la vision des entreprises et des investisseurs. C'est donc un concept novateur qui est dans l'air du temps et qui révolutionne le reporting des entreprises (Eccles & Krzus, 2010).

Une des principales différences avec les guidelines du GRI que nous tenons à souligner est que le RI ne spécifie en rien les KPI ou des méthodes d'évaluation précises à intégrer. Il laisse cette tâche aux personnes responsables de la préparation et présentation du rapport intégré.

Le reporting intégré

¹⁰ Dans ce document, les appellations "Integrated Reporting" et "Reporting intégré" ainsi que leurs abréviations seront utilisées sans aucune nuance.

Selon les dires de l'IIRC, le RI est une manière de créer un rapport communiquant de manière concise sur « la manière dont la stratégie, la performance et les perspectives d'une organisation conduisent, compte tenu de son écosystème, à créer de la valeur à court, moyen et long terme » (selon notre traduction, IIRC (2015) p.12).

Selon Adams & al.¹¹ (2011), il y a trois différences majeures entre les RI et les reportings traditionnels ; (cité dans Cohen & al. 2012) :

- L'incorporation de données financières et non financières et leur connectivité.
- La présentation poussée de la stratégie de l'entreprise.
- La tentative de prendre en compte la perspective à long-terme.

C'est donc un rapport d'entreprise évolué qui se concentre particulièrement sur les aspects stratégiques de l'entreprise. Il vise à expliquer aux parties prenantes, notamment les investisseurs établis ou potentiels mais pas seulement, le comportement que l'entreprise va adopter au court du temps afin de créer de la valeur sur le court, le moyen et le long terme. Le RI va améliorer l'efficacité, la cohérence et la qualité de l'information mise à la disposition des parties prenantes. (Eccles & Krzus, 2010)

Il est également une manière de communiquer spécifique pour les entreprises qui doit amener ces dernières à avoir une « gestion intégrée » facilitée de ses activités ou, en d'autres termes, à aboutir plus aisément à une allocation efficace et productive du capital via une gestion de l'information financière et non-financière de qualité. De par cette gestion particulière, l'entreprise devrait jouir d'une stabilité financière et d'une durabilité/soutenabilité accrue.

Le concept de Gestion Intégrée pour une entreprise mentionnée ci-dessus considère en fait l'entreprise comme un ensemble de relations et interdépendances entre ses divers points d'exploitations et métiers qu'elle utilise, mais également en tenant compte des capitaux qu'elle utilise et/ou dégrade. Ce type de gestion tient aussi compte des interdépendances entre les différents paramètres jouant un rôle dans la création de valeur de l'entreprise à court, moyen et long terme (capitaux et leur interdépendance, sa capacité à répondre aux besoins des parties prenantes, sa stratégie et son business model, ses risques et

¹¹ Adams, S., Fries, J. & Simnett, R.(2011). The journey toward Integrated Reporting. *Accountants Digest*, 558, 1-41.

opportunités, ses activités et performances et leurs impacts sur les capitaux) (Cheng & al. 2014).

Ce Rapport Intégré, contrairement à d'autres, n'est pas un simple résumé d'autres communications, il cherche réellement à expliquer, via des informations financières et non-financières connectées et intégrées, comment l'entreprise crée de la valeur sur le long-terme (de Villiers, Rinaldi, & Unerman, 2014).



Figure 4. – L'integrated reporting Source ; IIRC. (2013). Cadre de référence international portant sur le reporting intégré. p. 23

Le contenu du rapport intégré

Le RI est fondé suivant des principes directeurs fixés dans ce que l'IIRC appelle le « Cadre de référence »¹². Ceux-ci, en donnant des recommandations sur les informations du rapport

¹² Le Cadre de référence fixe les principes directeurs et va donc constituer le RI. Il définit également les concepts qui se rapportent à ces principes va identifier les informations nécessaires à intégrer dans le rapport pour apprécier correctement la création de valeur de l'entité. Attention toutefois, il ne faut pas penser que ce dernier spécifie des KPI ou des méthodes d'évaluation précises à intégrer. Il laisse cette tâche aux personnes responsables de la préparation et présentation du rapport intégré.

30.

et sur la manière de les agencer, sont donc à la base de la préparation du RI. L'entreprise doit donc, pour apprécier correctement la création de valeur de l'entité, suivre les principes directeurs suivants dans la présentation de son rapport :

- Priorités stratégiques et orientations futures (présentation des principaux éléments de la stratégie ainsi que leurs conséquences sur le potentiel de création de valeur)
- Connectivité de l'information (représentation des associations, liens et corrélations entre facteurs influençant le potentiel de création de valeur)
- Relations avec les principales parties prenantes
- Sélectivité (n'informe que sur les éléments ayant une incidence importante sur le potentiel de l'entité à créer de la valeur)
- Concision
- Fiabilité et complétude de l'information
- Cohérence et comparabilité des données (la présentation de celles-ci est cohérente dans le temps et est utile pour pouvoir les comparer à celles d'autres entreprises)

Outre ces principes directeurs, l'IIRC définit les 8 éléments constitutifs suivants du RI :

- Activités de l'entité et de son écosystème
- Gouvernance et son soutien à la création de valeur
- Business Model
- Risques et opportunités et leurs impacts sur la capacité à créer de la valeur + leur traitement
- Performance (objectifs stratégiques atteints ou non + résultat obtenu en ce qui concerne les impacts sur les capitaux)
- Perspectives (défis futurs de la stratégie et les conséquences sur le business model et la performance)
- Modalités de la présentation (de quelle manière l'entité identifie, quantifie et évalue les informations divulguées de le RI)

Partie II. Analyse pratique de l'appréhension des informations non financières par les acteurs du monde financier

Chapitre I. Méthodologie

Dans ce chapitre je dépeins la manière utilisée pour arriver à répondre à la question de recherche exposée au début de ce mémoire qui, pour rappel, induisait deux sous-questions.

Cette partie plus pratique se base sur une analyse descriptive basée sur des éléments qualitatifs récupérés via des interviews. J'utiliserai donc différentes interviews réalisées avec des professionnels du monde financier et j'analyserai alors les similitudes et les disparités qui existent au sein des différents avis récoltés afin de comprendre comment les acteurs du monde financier appréhendent l'information non-financière dans un sens général, les agences de notation et les reportings extra-financiers publiés par les entreprises.

Au niveau des entretiens à proprement parler, ils ont été menés de manière semi-directive et ils dépeignent plusieurs thématiques de l'information non-financière comme par exemple le rôle des agences de notation extra-financière, l'importance des divulgations extra-financières, le format le plus adéquat etc.

En Annexe, vous pouvez trouver ces différentes interviews retranscrites mot à mot à l'aide des enregistrements faits durant mes entrevues avec les intervenants.

Avec ces différentes interviews, j'ai dans un premier temps réalisé un travail mental personnel nécessaire afin de comprendre les idées développées par ces différents acteurs. Cette étape fut nécessaire pour réaliser le chapitre III qui présente thématique par thématique les différentes idées décelées. Le chapitre IV quant à lui présente les interprétations qui se dégagent de ces différents avis.

Dans le chapitre suivant (Chapitre II), vous pouvez trouver une brève description des différentes entreprises interrogées. Avant de réaliser cette présentation, il me semble tout de même intéressant d'expliquer mes choix afin de bien comprendre pourquoi je me suis dirigé vers ces personnes.

J'ai donc tout d'abord interviewé deux personnes de chez Vigéo ; Monsieur Jordi Lessafer et Madame Hélène Soyer. Monsieur Lessafer m'intéressait parce qu'il est responsable d'une équipe de recherche chez Vigéo et est fort d'une grande expérience en ce qui concerne la notation extra-financière. Madame Soyer quant à elle est une pure analyste extra-financière d'entreprises et est spécialisée dans les entreprises « ressources de base », c'est à dire notamment les entreprises qui touchent aux mines, à l'utilisation des forêts, etc. Ensuite je me suis concentré sur des analystes spécialisés dans le conseil en investissement. Toujours afin d'avoir le panel le plus complet possible, j'ai décidé d'interviewer trois personnes d'expérience mais avec des profils différents de chez Candriam ; Monsieur Geoffroy Goenen, Monsieur Koen Popleu et Madame Sophie Cabie, respectivement directeur du département Fundamental European Equity, analyste spécialisé les investissements industriels et analyste spécialisée dans la recherche ISR.

J'ai également décidé de rencontrer Monsieur Bruno Bandella qui travaille dans le secteur « corporate finance » chez Petercam-Degroof et qui est donc amené à valoriser des entreprises et à guider des clients dans leurs investissements.

J'ai interviewé Monsieur Guillaume Dasnoy qui travaille chez Déminor. J'ai tenu à le rencontrer parce que cette entreprise est spécialisée dans le domaine de la gouvernance d'entreprise qui est un point souvent abordé lorsqu'on parle d'informations non-financières. De plus, Monsieur Dasnoy est bien souvent amené à valoriser des entreprises et regarde beaucoup à la gouvernance d'entreprise afin de conseiller au mieux ses clients.

Enfin j'ai rencontré Madame Swaen qui, en plus d'être professeur à l'Université Catholique de Louvain, est membre d'un jury qui décerne chaque année des prix aux entreprises qui divulguent les meilleurs rapports extra-financiers. C'était donc un avis important afin de savoir comment et sur quoi le jury en question faisait pour juger les communications d'informations non-financières de ces entreprises.

J'ai donc, pour récapitulatif, eu l'occasion de poser mes questions à :

- Deux personnes qui travaillent dans une agence de notation extra-financière.
- Trois personnes qui conseillent de manière régulière les investisseurs. Deux d'entre elles travaillent dans une société spécialisée dans le conseil prenant en compte les informations non-financières.
- Une personne qui est spécialisée dans le conseil aux actionnaires.
- Une personne qui est spécialisée dans le jugement des divulgations non-financières réalisées par les entreprises.
- Une personne qui est spécialisée dans l'analyse des entreprises et dans le conseil pour des Investissements Socialement Responsable (ISR).

Comme vous pouvez le voir, j'ai donc interrogé 8 personnes. Je les ai choisies afin d'avoir un panel diversifié de répondants du point de vue de leur métier et donc de leurs rapports à l'information non-financière. J'ai décidé de procéder de cette manière pour réaliser une étude la plus représentative possible.

Chapitre II. Présentation des différentes entreprises rencontrées

Dans ce chapitre je présente brièvement les entreprises dans lesquelles les différents acteurs rencontrés travaillent. N'étant pas le but premier du travail pratique, je ferai cela de manière assez brève et synthétique. J'utiliserai pour ce faire les sites internet des entreprises ainsi que les interviews réalisées.

Vigéo

Vigéo est une entreprise de notation extra-financière qui a été fondée en 2002 en France par Nicole Notat. Elle s'est, au fil des années, imposée comme l'entreprise de ce type la plus importante en Europe. (Site internet de Vigéo, page consultée le 25 juillet 2016) En effet, il y a maintenant une petite dizaine d'années, Vigéo a entrepris une stratégie de fusion et acquisition des entreprises concurrentes et encore il y a peu, Vigéo fusionnait avec Eiris, principal concurrent sur le territoire anglais. Aujourd'hui, elle est présente notamment en

34.

France où se trouve son siège social, en Belgique, en Angleterre, en Italie, en Espagne etc. mais également dans des pays où le marché est émergent comme au Chili, en Chine, en Afrique du Sud ou encore au Brésil.

Vigéo possède notamment deux grands pôles dans son business. D'un côté elle possède naturellement, en tant qu'agence de notation extra-financière, un département « rating » spécialisé dans la notation d'entreprises concernant les démarches, les pratiques et les résultats qui ont trait à l'Environnement, aux enjeux Sociaux ou à la Gouvernance (enjeux ESG) de celles-ci. (Site internet de Vigéo, page consultée le 25 juillet 2016). Pour ces notations, les clients de Vigéo sont notamment des banques et des assets managers désireux de connaître l'avis de spécialistes sur ces trois pôles de l'information non-financière. Pour le moment, Vigéo note environ 5000 entreprises principalement européennes, américaines et asiatiques et dans la grande majorité des cas, cotées en bourse.

D'un autre côté, Vigéo possède également un département « entreprise » qui propose quant à lui des services à des entreprises notamment en les auditant à leur demande sur leurs pratiques ESG afin de comprendre leurs faiblesses et leurs possibilités d'amélioration.

Déminor

Déminor est une entreprise de consultance qui se focalise sur les actionnaires typiquement minoritaires. Elle donne en fait un certain nombre de services aux actionnaires comme des conseils en ce qui concerne la gouvernance d'entreprise, des valorisations d'entreprises dans le cas d'une revente notamment et des conseils également légaux en cas de transactions entre les différents actionnaires. Déminor intervient donc pour résoudre les problèmes des actionnaires qui peuvent être de ces trois types ; financiers, de gouvernance et légaux.

De nouveau, le business de Déminor peut être scindé en deux. D'un côté il y a le département « Shareholder & governance services » qui se concentre sur l'assistance aux actionnaires et le conseil en ce qui concerne la gouvernance d'entreprise aussi bien pour les sociétés cotées en bourse que les non cotées. Déminor agit dans ce département le plus souvent en Belgique mais aussi aux Pays-Bas, en France et au Grand-Duché. (Site internet de Déminor, page consultée le 25 juillet 2016). L'autre business de Déminor, dénommé « Recovery services »,

aide quant à lui les investisseurs (fonds de pension, gestionnaires d'actifs ou de fortunes, les banques ect.) dans le monde entier à recouvrer leurs pertes sur investissements. Ils sont beaucoup plus dans la récupération d'argent pour des clients investisseurs à la suite notamment d'une mauvaise gestion de l'entreprise dans laquelle ils ont investi, de mensonges proférés par celle-ci ou encore d'un abus de marché les ayant bernés.

Petercam-Degroof

Petercam-Degroof est une « entreprise d'investissement indépendante spécialisée dans le Private Banking, la gestion institutionnelle et les activités d'Investment Banking » (site internet de Petercam-Degroof, consulté le 25 juillet 2016). L'entreprise est principalement implantée en Belgique et au Luxembourg mais est également présente en France, en Hollande et en Espagne.

Au niveau de son business, l'entreprise le subdivise en 4 métiers principaux : le premier, et le plus important, est sa branche « Banque Privée » où ils gèrent les avoirs de personnes fortunées, la seconde branche s'occupe également de gérer des fortunes mais pour des clients institutionnels comme des fonds de pension, des compagnies d'assurance etc. La troisième activité est « l'Investment Banking » où Petercam-Degroof se comporte comme un conseiller aux entreprises et aux actionnaires. Enfin la dernière activité de cette entreprise est basée au Luxembourg et s'appelle « l'Asset-services ». Sans vouloir trop rentrer dans les détails, cette branche est un service rendu aux investisseurs et s'occupe par exemple de la gestion de fonds au niveau comptable pour certains clients.

Candriam

Candriam, dont le nom signifie « **C**onviction **A**nd **R**esponsability in **A**sset **M**anagement », est une entreprise d'assets management qui est présente en grande partie en Europe comme à Bruxelles, à Paris, au Luxembourg et à Londres mais également dans quelques places hors de l'Europe comme à Dubaï. Ce groupe, créé en 1998, était au départ le département d'assets management de l'ancienne banque Dexia. A la suite de la crise de 2008 et des déboires du groupe Dexia, cette section a été vendue à l'entreprise d'investissement américaine « New-York Life ». A l'heure actuelle, Candriam gère un peu moins de 95 milliards

d'euros et a pour ambition de devenir un des plus importants assets managers du monde institutionnel européen.

Il y a 20 ans, Candriam, ex Dexia Asset management donc, s'est quelque peu spécialisé dans l'investissement responsable en se basant sur une vision long terme de l'investissement. Aujourd'hui, les investissements durables et responsables représentent environ 20% des actifs sous sa gestion.

Institut des Réviseurs d'Entreprises (IRE) et son Award for Best Belgian Sustainability Reports

L'IRE organise chaque année un concours qui décerne un prix au meilleur rapport de soutenabilité publié par une entreprise belge. Depuis quelques années, cet institut a décidé d'être proactif et de jouer un rôle actif en ce qui concerne les publications non-financières des entreprises. Au commencement, les trois piliers de notation du jury étaient l'environnement, la soutenabilité et la responsabilité sociétale. Aujourd'hui, les jugements se basent sur 17 «Sustainable Development Goals» qui couvrent différentes thématiques comme les changements climatiques, l'innovation, la justice pour tous, la santé etc. Ces différents « goals » sont pour le jury les nouvelles directions stratégiques à suivre pour respecter les trois piliers du développement soutenable qui sont « People-Planet-Profit ». (site internet de Award for best belgian sustainability reports, consulté le 25 juillet 2016)

Chapitre III. Analyse et présentation des résultats obtenus durant les interviews

Trois parties sont présentées pour exposer les résultats de mon enquête afin de déterminer la perception qu'ont les analystes financiers des informations non-financières divulguées par les entreprises. Vous vous apercevrez que ces trois parties suivent la même trame que celle utilisée durant la revue de littérature ; une présentation des réponses concernant l'appréhension de l'information non-financière dans un sens général par les professionnels du monde financier, suivie d'une présentation des réponses concernant l'appréhension des agences de notation extra-financière qu'ont les professionnels du monde

financier et enfin une présentation de leurs avis concernant les reportings non-financiers des entreprises.

Section 1. Perception de l'information non-financière par les professionnels du monde financier.

La considération de l'information non-financière

Je remarque en premier lieu dans mes différentes interviews qu'aujourd'hui, les acteurs du monde financier sont clairement conscients de l'importance grandissante des informations non-financières. « Depuis cette crise (de 2008), il y a eu une accélération énorme avec ce qu'il s'est passé et le traumatisme que ça a laissé au niveau des citoyens mondiaux. La société veut une autre finance, c'est réellement perceptible » (Goeffroy Goenen).

Koen Popleu remarque notamment que « ... de plus en plus (d'investisseurs) ont des critères non-financiers tels que des investissements écologiques ou « environmental friendly ». On ressent vraiment depuis la crise une demande pour la prise en compte de ces éléments. ».

Hélène Soyer et Jordi Lessafer sont également du même avis et constatent que « de plus en plus d'investisseurs prennent en compte des éléments extra-financiers dans leurs analyses. » (Hélène Soyer).

Bruno Bandella et Guillaume Dasnoy quant à eux, sont amenés lors de leurs valorisations d'entreprises à prendre les informations non-financières en compte pour réaliser les analyses les plus complètes et précises possibles.

Pour Bruno Bandella, les informations non-financières telles que « les produits, la stratégie ou le positionnement de l'entreprise dans son marché » sont des éléments qui « ... sont étudiés et pris en compte dans la valorisation d'une entreprise » (Bruno Bandella)

Ils s'accordent aussi pour dire que « aujourd'hui, une entreprise qui n'est pas assez transparente aussi bien sur ses facteurs financiers que non-financiers sera décotée par les marchés » (Guillaume Dasnoy).

L'utilité de l'information non-financière

Les trois personnes qui travaillent dans des entreprises spécialisées dans la gestion d'actifs se rejoignent également sur un autre point. Pour elles en effet, les informations non-financières sont utiles de manière intégrée aux financières. Ces deux pans informationnels de l'entreprise aident à «la compréhension de la structure du marché de l'entreprise et à la réflexion sur l'avantage compétitif de l'entreprise par rapport aux autres via par exemple sa probabilité à innover, sa stratégie etc.» (Goeffrey Goenen).

Les trois assets managers pensent donc que pour bien investir, il ne faut plus être guidé uniquement par le return court terme « comme c'était le cas particulièrement dans le monde anglo-saxon de l'époque » (Goeffroy Goenen). « On doit bien comprendre toutes ces informations non-financières de la société étudiée ; ses produits, ses stratégies, son marché, etc. pour comprendre comment elle va atteindre une certaine rentabilité » (Bruno Bandella).

Tous les acteurs rencontrés reconnaissent que les informations non-financières impactent la perception qu'ils ont de l'entreprise étudiée.

Cela va évidemment de soi pour les agences de notation extra-financière, pour l'analyste ISR Sophie Cabie ainsi que pour le jury qui note les rapports des entreprises.

Pour les assets managers, je me rends compte que les informations qui les préoccupent le plus sont le management de l'entreprise, l'image que dégage l'entreprise et sa capacité à innover : « L'innovation est un des facteurs les plus déterminants actuellement dans la décision d'investissement si ce n'est le plus important » (Koen Popleu). Pour ces acteurs, les informations se concentrant plus sur des facteurs ESG sont surtout utilisées « pour soutenir cette image et cette capacité à innover » (Bruno Bandella).

Les informations non-financières ESG « peuvent être un réel facteur d'innovation » (Koen Popleu).

De plus, Guillaume Dasnoy rajoute que « si les entreprises communiquent bien sur leurs informations non-financières, ça ne fait qu'augmenter leur réputation pour leur stakeholders mais aussi pour les investisseurs. Si c'est bien fait, ça devient selon moi une réelle valeur ajoutée à l'entreprise. »

Le principe de l'engagement

Que ce soit les assets managers, les analystes ESG de chez Vigéo et Candriam ou encore l'expert de chez Déminor, tous m'ont parlé, de « l'engagement » qui se traduit par une pression exercée par les acteurs sur les entreprises afin de les faire changer sur certains points.

Durant la première partie théorie de ce document, je n'ai pas présenté ce principe tout simplement parce que je n'avais pas relevé dans ma revue de littérature d'article qui le mettait réellement en lumière. Pourtant, force est de constater qu'aujourd'hui les acteurs du monde financier prennent en compte l'information non-financière d'une part mais sont aussi appelés par les investisseurs et le public de manière plus générale à pousser les entreprises actuelles à non seulement devenir plus transparentes mais aussi à s'améliorer sur certains facteurs importants. En d'autres termes, les clients « demandent de plus en plus à avoir une responsabilité en terme d'investisseur ... et nous demandent de réellement peser sur les entreprises pour les faire changer ». (Goeffroy Goenen)

Les avantages des ISR

Concernant l'appréhension et l'utilisation des informations ESG dans les investissements ou les conseils des assets managers, je remarque autre chose. Pour ces gestionnaires d'actifs, cette prise en compte amène réellement un double avantage.

D'une part, le public a pris conscience qu'aujourd'hui il fallait une autre finance pour éviter les déboires et les scandales financiers que le monde a connu ces dernières années. Les investisseurs veulent une finance éthique et tournée sur le long terme, tournée sur le socialement et l'écologiquement responsable. En prenant la peine d'intégrer ces critères ESG dans leurs processus généraux de décisions, en créant des fonds plus spécialisés ISR et en pratiquant une politique d'engagement dans les entreprises qu'ils côtoient, ces gestionnaires répondent dans un premier temps à une demande du public. Ils cherchent donc « ... les critères pour lesquels la société accorde de l'importance, là où il y a beaucoup de demande... » afin « ...d'apporter une offre à ça. » (Bruno Bandella).

40.

D'autre part, à côté de cette réponse à la demande grandissante, il est clair que de prôner une politique d'investissements durables et respectables ou, tout du moins, qui prend en compte des critères s'y rattachant, améliore sans aucun doute l'image de l'entreprise pour le public. La création de fond ISR par exemple « ... rend l'image de notre entreprise dans son entièreté meilleure car les gens associent ces innovations d'investissements à notre entreprise. » (Koen Popleu). Ces ISR sont donc bénéfiques pour l'image même de ces sociétés de gestion d'actifs. Elles amènent donc une image de marque forte, si bien que certains gestionnaires d'actifs tels que Robeco s'engagent réellement à donner « un poids prépondérant aux informations ESG par rapport aux autres types d'informations dans leurs modèles de valorisation » (Goeffroy Goenen).

Section 2. Perception des agences de notation extra-financières par les acteurs du monde financier

La notoriété et la considération des agences de notation extra-financière

Mes interviews mettent en avant un important manque de considération des acteurs envers les agences de notation extra-financière.

Quand, durant mon interview, j'aborde les questions relatives aux agences de notation extra-financière, Goeffroy Goenen exprime très directement des doutes quant à la crédibilité de celles-ci : « Alors, « agence », ça c'est déjà un grand nom. Est ce qu'elles ont déjà vraiment toute la crédibilité pour cette appellation. »

L'analyste ISR de chez Candriam, Sophie Cabie qui est amenée à travailler de manière régulière avec ces agences de notation extra-financière porte également un regard assez critique sur la crédibilité des agences de notation. Elle prend notamment en exemple Vigéo qui pour rappel se présente comme la plus importante agence de notation extra-financière en Europe : « ... Vigéo, comme à peu près toutes les autres agences, ça fait 10 ans que ça existe et on se demande encore si elle a trouvé un équilibre et si elle ne va pas tomber demain. »

Pour augmenter cette crédibilité à la notation extra-financière, plusieurs intervenants demandent de diminuer le nombre d'acteurs dans ce secteur. Goeffroy Goenen relie d'ailleurs

de manière directe son scepticisme concernant les agences de notation au fait que leur secteur est « un monde qui est fort morcelé, même de trop ».

Toutefois, l'analyste SRI tient à nuancer cela en mettant le doigt sur le fait qu'il est tout de même important d'avoir plusieurs avis différents afin de pouvoir faire convenablement son travail d'analyse ESG des entreprises. Koen Popleu va d'ailleurs également dans le même sens et reste persuadé que pour réaliser une bonne analyse, qu'elle soit financière ou non, au plus les avis sont nombreux, au mieux l'analyste peut réaliser une bonne analyse. Les deux personnes employées chez Vigéo sont également d'avis qu'il serait bénéfique que le secteur des agences de notation extra-financière s'agrège.

Les critères utilisés par les agences

Les processus des différentes agences de notations extra-financière utilisés pour analyser les entreprises suscitent également un problème selon plusieurs acteurs. Les trois assets managers, particulièrement Goeffroy Goenen, pointent du doigt le fait que ces agences de notation analysent les entreprises sous des angles parfois totalement différents. Certaines, comme Vigéo, vont par exemple accorder une grande importance aux questions des droits de l'homme pendant que d'autres ne prendront presque pas ce critère en compte, se concentrant par exemple plus sur les émissions de carbone.

Selon Goeffroy Goenen, un jour, lorsque certaines agences se seront démarquées et seront réellement reconnues, il faudra que des standards soient créés : « Un jour, je crois qu'on ira vers des classements qui sont beaucoup plus standardisés et spécialisés, avec pas mal de critères analysés et alors le client choisira à la carte ce sur quoi il a envie d'accorder de l'importance. Mais pour ça il faut avoir au départ une agence qui soit vraiment considérée et qui aient les ressources pour réaliser des analyses complètes sur beaucoup de domaines. » (Goeffroy Goenen)

La concurrence nouvelle des agences de notation financière

Durant la revue de littérature, j'avais remarqué que de plus en plus, les agences de notation extra-financière étaient concurrencées par les agences de notation financière puisque ces dernières commencent à proposer les mêmes services. Je constate dans mes

42.

différentes interviews que plusieurs acteurs ont également remarqué cette tendance et sur ce point les avis divergent.

D'un côté, les deux employés des agences de notation pensent que cette nouvelle concurrence peut « apporter des éléments de doute » (Jordi Lessafer). Ils pensent tous les deux que ça peut amener un problème d'indépendance entre les notations extra-financières et celles financières. Selon eux, il faut faire attention car les agences de notation financière sont payées par les entreprises qu'elles cotent, « ça a d'ailleurs été pointé du doigt après la crise de 2008 » (Hélène Soyer) tandis que les agences de notation extra-financière sont payées par les clients qui désirent de l'information. « Il ne faut pas que ces agences de notation (financière) soient tentées avec le principe de l'émetteur-payeur de mieux noter les entreprises qu'elles notent également financièrement. » (Hélène Soyer)

Ce problème d'indépendance est également très brièvement relevé par Goeffroy Goenen. Il n'empêche que ce dernier ainsi que son collègue Koen Popleu voient plusieurs avantages.

Pour eux, « elles (agences de notation financière) sont tellement incontournables dans le monde de la finance que tous les clients les connaissent. Elles partent avec un gros avantage qui pourrait accroître l'importance des avis concernant les éléments extra-financiers d'une entreprise. » (Goeffroy Goenen).

De plus, Koen Popleu rajoute que le fait d'avoir des agences capables d'évaluer et de noter des entreprises à la fois sur ses données financières et non-financières « permettrait de rassembler plus aisément ces deux éléments et d'avoir une note qui visualise toute l'entreprise. » (Koen Popleu).

Les processus utilisés par les agences de notation extra-financière

En ce qui concerne les processus utilisés par les agences de notation je constate que les différents acteurs les connaissent dans les grandes lignes. L'analyste SRI de chez Candriam, Sophie Cabie, dit connaître les spécificités de chacune des agences et sait « vers qui se tourner en fonction du thème et du secteur à analyser. » (Sophie Cabie).

Au niveau des processus utilisés par Vigéo pour récolter l'information, les deux employés me racontent que la source principale d'information vient de l'entreprise elle-même notamment avec la publication de ses rapports financiers et extra-financiers. Vigéo n'a par contre pas spécialement de contact direct avec les entreprises analysées comme par exemple des discussions avec le management. A coté de ça, Vigéo envoie également un questionnaire à l'ensemble des entreprises qu'elle note (environ 5000) « mais le taux de réponse n'est guère élevé » (Jordi Lessafer). En effet, moins de 10% des entreprises renvoient ce questionnaire rempli. Au besoin, Hélène Soyer nous dit qu'elle peut contacter des stakeholders comme notamment les syndicats.

Les critères analysés

Sophie Cabie relève un problème important des agences de notation extra-financière. En effet, elle qui est analyste ISR, s'est rendu compte qu'au fil des années, ces agences diminuaient le nombre de secteurs étudiés pour se concentrer sur les secteurs le plus porteurs, où la demande est la plus grande. Pour elle, c'est un souci parce que c'est justement sur les secteurs les moins couverts qu'elle a besoin d'un maximum d'informations.

Section 3. Perception des rapports extra-financiers par les acteurs du monde financier

Les avantages des publications non-financière

Les intervenants que j'ai interrogés pensent tous sans exception qu'aujourd'hui « les entreprises cotées ont tout intérêt à être les plus transparentes possibles. » (Guillaume Dasnoy) Avec la crise qui s'est déroulée en 2008, les citoyens sont devenus beaucoup plus méfiants et « si une entreprise ne publie pas assez d'informations, qu'elles soient financières ou non, elle va clairement très vite tomber car les analystes financiers qui la suivent vont rapidement aller poser des questions et l'entreprise risque des ennuis importants » (Koen Popleu).

Que ce soient les employés de ces sociétés de gestion d'actifs, de Vigéo ou de Déminor, tous les acteurs pensent que c'est aujourd'hui « un minimum pour les entreprises d'une certaine

taille de réaliser un rapport ou plusieurs rapports qui présentent les informations financières et non-financières. » (Hélène Soyez)

Cependant, selon Valérie Swaen qui est experte en la matière des reportings extra-financiers, « Les rapports extra-financiers sont essentiellement lus par des activistes, par des ONG, par des profs, des étudiants. » Aucun investisseur ne va, selon elle, aller lire ces rapports dans leur intégralité.

Les différents protagonistes pensent en grande majorité que ça ne peut être que bénéfique pour ces entreprises de communiquer avec le public sur un maximum de points. Cela les aide à « elles-mêmes comprendre leur système dans son intégralité, et à comprendre tous les risques qu'elles encourent » (Hélène Soyez). « Aujourd'hui les risques environnementaux, de réputation etc. doivent aussi être gérés. S'ils se réalisent, ça peut vraiment avoir des conséquences dramatiques. » (Hélène Soyez)

En prévoyant ces risques, en avertissant le public sur ceux-ci l'entreprise prépare également « un road-show qui va venir rassurer en quelque sorte les actionnaires. » (Bruno Bandella). En ce qui concerne le cours de bourse d'une entreprise, si les investisseurs se rendent compte que l'entreprise n'a pas été transparente, l'impact peut être dramatique alors « qu'en donnant les informations directement, même si elles sont défavorables, l'impact sera amoindri de manière significative. » (Koen Popleu)

Un autre avantage est mis en avant par Bruno Bandella et Hélène Soyez. En effet, selon ces deux intervenants, même si les investisseurs ne lisent pas les rapports extra-financiers dans leur intégralité, la publication en elle-même de rapports extra-financiers crée « un climat de confiance entre l'entreprise et le public » (Bruno Bandella), même si ce dernier « ne lit peut-être pas dans son intégralité ce type de rapport » (Bruno Bandella).

Les facteurs de faisabilité

L'ensemble des acteurs pensent également que les rapports extra-financiers « demandent aux entreprises une récolte d'informations très importante et des moyens importants pour y arriver. » (Hélène Soyez) Il est donc clair pour l'ensemble des acteurs « qu'une multinationale qui pèse des milliards a plus de moyen qu'une entreprise familiale

par exemple qui ne va pas aller payer des dizaines de millions pour développer des data etc. » (Goeffroy Goenen). Selon nos intervenants, les rapports extra-financiers, quels qu'ils soient, s'adressent aux entreprises d'une certaine taille, qui ont les moyens nécessaires pour récolter l'information, l'analyser et la présenter : « Tout cela a un coût qui peut être difficile à supporter pour une petite PME par exemple. » (Bruno Bandella).

De plus, Bruno Bandella rajoute que ce facteur de taille, en plus d'influencer les ressources disponibles, agit également sur la culture même de l'entreprise. Il remarque en effet que les petites entreprises sont souvent uniquement « orientées business et le reporting pour elles c'est plutôt une épine dans leur pied. » Il rajoute : « les PME ont déjà du mal à publier leurs comptes annuels en format banque national belge à temps, alors vous pensez bien un reporting extra-financier ... ».

La standardisation des rapports extra-financiers.

Les acteurs demandent également une certaine harmonisation dans la présentation des informations non-financières ; « avoir des choses plus standardisées serait mieux pour tout le monde. » (Goeffroy Goenen)

Je remarque notamment que cette standardisation dans la présentation aiderait notamment les analystes des sociétés de gestion d'actifs et des agences de notation extra-financière pour « ... trouver plus facilement les informations utiles et ne pas devoir chercher et tout le temps demander aux entreprises... » (Jordi Lessafer).

Toutefois les trois analystes spécialisés dans les données ESG remarquent qu'il y a des tentatives d'harmonisation avec les notamment les lignes directrices de la GRI qui « ... essaient d'être structurées, d'offrir une overview, des indicateurs clairs etc. » (Jordi lessafer). Selon eux, c'est utile pour la notation extra-financière mais aussi pour les investisseurs « ... car ça leur permet de plus facilement comparer les entreprises entre elle » (Jordi Lessafer).

La considération du reporting intégré de l'IIRC.

Concernant le Reporting Intégré de l'IIRC, les différentes interviews réalisées relatent des avis divers et variés. Je constate que même entre acteurs du même secteur, l'appréhension et la vision de ce type de reporting sont parfois différentes.

Jordi Lessafer, est certainement le plus enthousiaste et le plus positif concernant le RI. Il considère le RI comme une « ...tendance que l'on voit actuellement et qu'on considère comme une bonne pratique. On passe des rapports de soutenabilité séparés à des rapports intégrés ». Selon lui, l'intégration des informations ESG dans les rapports annuels des entreprises est quelque chose d'intéressant parce que « avec ce type de rapport le public se rend compte que les éléments non-financiers d'une entreprise ne doivent pas être séparés des éléments financiers, qu'ils font réellement partie du core-business de l'entreprise et de sa stratégie. » Toujours selon lui, avec ces rapports intégrés, le lien entre les indicateurs financiers et non-financiers est facilité ce qui permet de « mieux comprendre l'entreprise et les risques qu'elle encourt. »

Hélène Soyer, pour rappel collègue directe de Monsieur Lesaffer, pour sa part ne connaît même pas réellement l'IIRC et sa proposition. Effectivement, elle constate que certaines entreprises essayent petit à petit « de faire un lien entre les aspects non-financiers et financier et de voir les impacts potentiels que ça peut avoir sur la création de valeur de l'entreprise. » Elle reste cependant très sceptique concernant le reporting intégré et préfère rester modeste concernant l'information non-financière et sur cette possible intégration avec les informations financières qui viendrait démontrer la manière avec laquelle une entreprise crée de la valeur au cours du temps.

Valérie Swaen qui pour rappel est membre du jury récompensant les meilleurs rapports de soutenabilité des entreprises belges, pose quant à elle deux critiques négatives du reporting intégré.

D'une part selon elle, il y a aujourd'hui trois catégories de rapports en lien avec l'extra-financier ; les rapports « indépendants » qui ne présentent que des indicateurs extra-financiers, à l'autre extrême les « intégrés » qui font le lien entre les indicateurs financiers,

extra-financiers et la valeur de l'entreprise et entre les deux il y a les « combinés » qui présentent dans un seul rapport les informations financières et non-financières mais de manière distincte. Le problème se situe dans le fait que beaucoup d'entreprises prétendant réaliser un rapport intégré ne font dans les faits qu'un rapport combiné. De plus, Valérie Swaen pense que c'est à l'heure actuelle compliqué d'intégrer des informations financières qui sont fort standardisées avec des informations non-financières qui ne le sont pas du tout. Il faudrait, selon elle, que l'IIRC standardise un peu plus la manière de créer ces rapports intégrés et non laisser trop de libertés aux entreprises.

D'autre part, l'IIRC présente le reporting intégré non pas comme un rapport complémentaire aux rapports annuels dans de l'entreprise mais bien comme un rapport unique reprenant toutes les informations matérielles de l'entreprise. Cette caractéristique pose un réel souci selon Valerie Swaen. Même si elle reconnaît que le public prend conscience qu'il faut considérer les informations financières et non-financières pour bien analyser une entreprise, elle se pose la question de savoir si c'est réellement une bonne chose d'intégrer à l'heure actuelle. Pour elle, « les rapports annuels sont lus par les financiers, par les actionnaires, par les personnes qui ont un intérêt financier dans l'organisation. Les rapports extra-financiers sont essentiellement lus par des activistes, par des ONG, par des profs, des étudiants. » En intégrant les informations on risque d'obtenir « quelque chose de très indigeste et compliqué aussi bien pour les actionnaires que pour les activistes. ».

Pour elle, le rapport doit rester un outil de communication et avec le Reporting Intégré on peut vite arriver à des rapports complexes mélangeant toute sorte d'informations et qui ne remplissent finalement même plus leur rôle informationnel.

Chapitre IV. Interprétations des résultats obtenus

Dans ce chapitre j'interprète les résultats obtenus durant mes interviews présentés dans le chapitre précédent. Je tente donc de comprendre les résultats obtenus dans la partie précédente afin de mettre en lumière l'appréhension par les professionnels du monde financier :

- de l'information non-financière dans son sens général,
- des agences de notation extra-financière

48.

- des reportings extra-financiers réalisés par les entreprises.

Pour faciliter la compréhension, Je souhaite toujours conserver dans ce chapitre la même logique structurelle que j'ai utilisée durant la présentation des résultats.

Section 1. Interprétations des résultats obtenus concernant la perception de l'information-financière par les professionnels du monde financier

Une considération toujours plus importante

Durant ma partie théorie j'avais relevé plusieurs fois que l'information financière avait pris de plus en plus d'importance dans le monde des affaires. En effet, j'avais remarqué qu'après la crise de 2008, le public avait pris conscience de l'importance des critères extra-financiers dans l'évaluation et dans la compréhension d'une entreprise. Je remarque avec les réponses que j'ai recueillies que cette constatation est toujours et même plus que jamais d'actualité. En effet, tous les intervenants reconnaissent qu'en quelques années le monde de la finance a changé, particulièrement depuis la crise de 2008. Les acteurs y jouant un rôle ont élargi leur champ de vision à d'autres informations que celles purement financières. En analysant ces changements de comportement des acteurs du monde financier, les intervenants ont compris qu'il fallait changer leur vision de la finance, qu'il fallait offrir une autre finance basée sur l'intégration de critères financiers et non-financiers.

Je pense que cette tendance va encore se renforcer durant les prochaines années. J'ai le sentiment que de plus en plus, le public va prendre conscience de l'importance des facteurs non-financiers dans la bonne compréhension d'une entreprise. Ce ressenti se manifeste pour plusieurs raisons :

Tout d'abord, avec les interviews des assets managers, je constate qu'aujourd'hui un facteur prépondérant dans la décision d'investir dans une entreprise réside « dans sa capacité à innover et la qualité de son management » (Goeffroy Goenen). Je pense que cette prépondérance va encore s'intensifier. En effet, avec les évolutions constantes dans le domaine des nouvelles technologies, les entreprises vont être placées dans un environnement de plus en plus concurrentiel et pour pouvoir tirer son épingle du jeu, elles vont devoir se créer

un avantage concurrentiel durable. Avec la mondialisation toujours plus importante qui renforce la concurrence et avec les nouvelles technologies qui apparaissent constamment dans le monde, cette durabilité de l'avantage ne peut plus uniquement se baser sur des facteurs financiers tels que la réduction des coûts par exemple. Le public et les entreprises, au fil des avancées technologiques, vont encore être plus poussés vers la prise en compte de facteurs non-financiers comme l'image de marque, la capacité d'innovation, etc.

Ensuite, le public commence également à prendre conscience que les ressources notre planète bleue se détériorent dangereusement et qu'elles ne sont pas infinies. Les critères non-financiers ESG vont donc pour moi de plus en plus être considérés dans les investissements du public. On le remarque déjà avec la création de plusieurs fonds ISR ces dernières années comme chez Petercam et Candriam. Ces critères ESG sont, selon moi, amenés à devenir dans un futur plus ou moins proche des facteurs prépondérants dans l'appréhension des entreprises.

Enfin, le principe d'engagement relevé dans mes interviews prouve que dans les années futures, le public va continuer d'accorder de plus en plus d'importance aux critères non-financiers. En effet, la pression exercée par le public via par exemple les entreprises d'assets management va créer un effet boule de neige : les entreprises qui ne sont pas encore au top vont être poussées à l'être pour rattraper leur retard tandis que celles qui sont très performantes vont être poussées à encore s'améliorer pour ne pas se faire rattraper et donc conserver un avantage sur les autres.

Les informations ESG pas directement prises en compte sauf pour les ISR

Lors de mes lectures théoriques, j'ai souligné le fait qu'aujourd'hui, le public voulait une finance différente, une finance qui soit projetée sur le long terme.

Lorsque j'avais fait cette constatation, je pensais donc que les assets managers allaient prendre en compte dans leurs investissements les aspects touchant au respect de l'environnement et à la responsabilité sociétale des entreprises. Cependant, les réponses des assets managers m'ont interpellé.

50.

En effet, je me rends compte que, sauf dans le cas de fonds ISR, le respect de l'environnement et la responsabilité sociétale sont des facteurs qui ne sont pas « directement » pris en compte.

Même si les investisseurs qui sont représentés par les assets managers prennent en compte des informations ESG dans leur analyse, ils ne sont en effet pas directement intéressés par les problèmes relatifs aux facteurs ESG tels que la détérioration de l'environnement. Ces investisseurs sont en fait aujourd'hui intéressés par la durabilité de leur investissement, c'est à dire qu'ils essayent d'avoir une rentabilité croissante sur long terme, mais ce n'est pas pour autant qu'ils sont intéressés par le développement durable en tant que tel.

En d'autres termes, je constate donc bien que, comme dans la théorie, les investisseurs ont aujourd'hui tendance à analyser les entreprises pour comprendre comment celles-ci vont leur apporter une rentabilité intéressante sur le long terme. Par contre je constate aussi que les éléments du développement durable ou de la responsabilité sociétale ne sont pris en compte que dans le cas où ceux-ci viendraient impacter cette rentabilité à long terme comme par exemple avec une détérioration de l'image ou des pertes financières dues à des gaspillages d'énergie.

Les investisseurs veulent donc un développement durable de la rentabilité de leurs investissements, mais pas spécialement un développement durable des entreprises au sens où je l'entendais durant ma recherche théorique. C'est à dire un développement où les entreprises et l'économie dans son ensemble utilisent des ressources pour répondre à leurs besoins sans impacter la capacité des générations futures à répondre aux leurs.

Le principe de « l'engagement » comme facteur d'amélioration pour différents acteurs

Comme vous l'avez constaté, j'ai relevé un réel principe d'engagement dans les différentes interviews réalisées. Ce dernier peut être matérialisé de différentes manières suivants les acteurs.

Je peux ici faire l'analogie avec la métaphore de l'âne, de la carotte et du bâton. D'un coté les assets managers utilisent la carotte pour faire avancer l'entreprise simplement en les poussant à s'améliorer sur certains facteurs cibles pour les faire rentrer dans leur univers

d'investissements. Par exemple, les fonds ISR vont uniquement prendre les « Best-in-class » et vont donc supprimer de leur univers d'investissement toutes les autres entreprises. Cela va donc pousser ces entreprises à améliorer leurs performances ESG afin de pouvoir bénéficier au besoin des investissements des entreprises d'asset management.

D'un autre côté, les agences de notation ont plutôt le rôle du bâton avec une cotation plus faible qui pend au nez des entreprises qui ne sont pas assez performantes ou transparentes concernant leurs facteurs non-financiers. Les rapports de controverses eux aussi pousseraient les entreprises à rester les plus transparentes possibles.

Les ISR, un phénomène qui va continuer à prendre de l'ampleur

Quand j'analyse les avis de mes interlocuteurs concernant les ISR, je remarque qu'ils ne trouvent tous que des avantages à ceux-ci. On a d'un côté les avantages pour la société dans son ensemble puisque les investisseurs vont cette fois véritablement prendre en compte dans leurs processus de décision d'investissement des facteurs environnementaux, de responsabilité sociétale et de gouvernance mais surtout on a d'un autre côté des avantages concrets pour la société de gestion d'actifs elles-mêmes qui sont pour rappel une meilleure image et la possibilité de répondre à une demande supplémentaire.

Ces fonds ISR vont encore se développer durant les prochaines années parce que comme certains acteurs le remarquent, la demande pour ce genre d'investissements socialement responsables va augmenter dans les années à venir. Par conséquent, ces entreprises de gestion d'actifs vont naturellement suivre cette demande et tenter d'y répondre un maximum via la création de fonds ISR.

Section 2. Interprétations des résultats obtenus concernant la perception des agences de notations extra-financière par les professionnels du monde financier

La notation extra-financière est un secteur encore fort jeune

Dans le chapitre précédent, j'ai mis en lumière un réel problème de reconnaissance des acteurs du monde financier envers les agences de notation extra-financière. Pourtant dans la théorie que j'avais développée auparavant, différents auteurs me présentaient le secteur des agences de notation extra-financière comme un secteur en plein essor avec des entreprises qui grandissaient fortement et commençaient réellement à se faire connaître. J'ai donc été surpris de constater ce manque de considération flagrant des différents acteurs rencontrés.

Ce manque de notoriété des agences pour les professionnels du monde financier s'explique par le fait que la notation extra-financière est une pratique encore nouvelle quand on la compare à la notation financière.

Les premières agences de notation extra-financière sont apparues il y a une trentaine d'années à peine et les informations non-financières commencent seulement à réellement être prises en compte par le public dans leurs investissements. Avec l'accroissement de l'importance des facteurs extra-financiers dans les décisions d'investissement prévu pour les prochaines années, nul doute qu'elles vont commencer à réellement se faire connaître et être respectées par le public.

De plus, le secteur des agences de notation extra-financière est très fortement éparpillé. Une trentaine d'acteurs se font concurrence et aucun n'a encore véritablement tiré son épingle du jeu comme l'ont fait les « Big three » de la notation financière. Dans les années qui viennent, avec les fusions et acquisitions qui s'opèrent encore aujourd'hui dans ce secteur, certaines agences de notation extra-financière vont prendre de l'ampleur et vont de plus en plus se faire connaître. D'ailleurs, c'est une ambition très clairement définie par Vigéo.

Les processus utilisés par les agences de notation extra-financière ne sont pas encore assez poussés dans les faits.

Un sujet qui m'a également interpellé durant mes interviews avec les deux personnes employées chez Vigéo se base sur les processus utilisés par ces agences.

J'avais notamment évoqué dans la partie théorique plusieurs sources d'information utilisées par ces agences. Ces sources se divisaient pour rappel en deux parties : les relations directes avec l'entreprise (questionnaire, relation directe, publication de l'entreprise) et les relations

avec les parties prenantes (questionnaire, relation directe avec les parties prenantes, base de données, média, syndicats ...).

A l'aide de mon interview, je remarque tout d'abord que Vigeo n'a aucun contact direct avec les entreprises. Selon les deux employés, ceci s'explique par le fait que Vigéo ne dispose pas d'assez de temps et de ressources pour le faire.

De plus, les deux employés se rejoignent sur le fait que leur principale source d'informations sont les rapports extra-financiers publiés par les entreprises. Les questionnaires envoyés trouvent quant à eux des répondants dans moins de 10% des cas.

J'interprète de ces deux constatations deux choses. D'une part les processus font preuve d'une moins grande indépendance et objectivité que ce que j'avais exposé théoriquement puisqu'ils ne se basent presque uniquement que sur les publications extra-financières réalisées par les entreprises. Ce manque d'objectivité constaté par les acteurs du monde financier est renforcé par le fait qu'à l'heure actuelle aucune obligation de faire vérifier ces données n'existe en Europe.

D'autre part, le fait que moins de 10% des 5000 entreprises interrogées répondent aux questionnaires envoyés annuellement par Vigéo est une preuve supplémentaire que ces agences manquent encore cruellement de considération. Nos deux interlocuteurs admettent que les entreprises n'y prêtent bien souvent pas attention parce qu'elles ont d'autres choses à faire et qu'il n'existe aucune obligation de répondre.

La concurrence des agences de notation financière est une bonne chose pour le secteur mais doit être surveillée

J'ai constaté dans la présentation de mes résultats une divergence d'opinion quant à l'entrée en jeu des grandes agences de notation financière dans le secteur de la notation extra-financière.

A première vue, on pourrait donc penser que les acteurs du monde financier sont mitigés concernant ce nouvel entrant dans le secteur. Pourtant je pense que les acteurs du monde financier, en règle générale, pensent que c'est une bonne chose pour le secteur de la notation extra-financière. J'ose affirmer cela car en analysant les interviews d'un peu plus près, je

constate que les seules personnes qui vont à l'encontre de l'entrée des agences de notation financière dans le secteur de la notation extra-financière sont les employés de Vigéo.

Ces avis sont selon moi à prendre avec des pincettes puisque l'entrée des ces agences de notation purement financière dans le secteur de la notation extra-financière serait une concurrence féroce en plus pour les agences de notation extra-financière telles que Vigéo qui se trouve dans un secteur déjà fort concurrentiel.

Je préfère donc plus largement considérer les avis des autres acteurs interviewés qui n'y voient presque uniquement que des avantages tels une reconnaissance facilitée de la notation extra-financière grâce à la notoriété importante dont dispose les agences de notation financière ainsi qu'une intégration facilitée de la notation financière et extra-financière afin d'avoir une note plus globale de l'entreprise.

Je ne dis toutefois pas que les avis des employés de chez Vigéo sont dénués de sens. Il faut les prendre en considération car effectivement en réalisant une note à la fois financière et non-financière, un problème lié à l'indépendance des agences peut survenir. Il faut donc que des autorités de contrôle soient désignées dès le début par le régulateur pour éviter tout problème d'indépendance de ces agences de notation financière qui ont déjà été fortement pointées du doigt pour des problèmes d'indépendance après la crise de 2008.

Une demande d'agrégation du secteur nuancée

Enfin, j'ai également pu constater dans les réponses enregistrées une demande d'agrégation du secteur des agences de notation extra-financière.

Toutefois cette constatation se doit d'être nuancée pour deux raisons. Premièrement dans les avis récoltés, ceux des employés de l'agence Vigéo sont à prendre avec un peu de recul. En effet, Vigéo affirme ouvertement que son but est de devenir l'agence de notation la plus importante en Europe et est depuis quelques années dans une politique de fusion-acquisition. Il faut donc prendre ces avis avec des pincettes puisqu'ils sont influencés par une vision économique de l'agrégation du secteur. Deuxièmement, je constate que deux acteurs (Sophie Cabie et Koen Popleu) tiennent à nuancer cette affirmation. Pour eux, certes une certaine agrégation serait intéressante notamment pour la reconnaissance et la considération

de ces agences par les acteurs du monde financier, cependant ils pensent également comme vous l'avez remarqué qu'avoir la possibilité d'avoir plusieurs avis différents est une chose très importante dans le domaine de l'ISR.

Les domaines extra-financiers demandent très souvent énormément d'interprétations de la part des analystes, beaucoup plus que pour les domaines purement financiers qui sont naturellement beaucoup plus chiffrés et objectifs. La subjectivité des analyses extra-financières peut donc parfois être très importante. En effet, les domaines extra-financiers ne sont bien souvent pas des sciences exactes et l'avis d'un expert concernant des facteurs extra-financiers peut-être tout à fait différent de celui d'un autre.

Imaginons qu'un jour, avec l'importance grandissante de l'information non-financière, le secteur passe avec, par exemple, trois grandes agences de notation extra-financière. Les acteurs désireux de placer de l'argent dans des investissements ISR se verraient contraints de baser leurs placements sur trois avis alors que ces les analyses sous-jacentes à ceux-ci demandent énormément d'interprétation de la part des analystes.

Cette agrégation du secteur permettrait toutefois deux choses. D'une part ça permettrait au secteur de la notation extra-financière de répondre plus simplement à la demande d'harmonisation de processus utilisés. En effet, il est naturellement plus facile d'harmoniser les pratiques de quelques acteurs plutôt que de dizaines d'acteurs. D'autre part, en créant des agences plus grandes et plus imposantes au niveau de leurs ressources économiques mais aussi humaines, cela pourrait permettre de répondre au dernier problème relevé par Sophie Cabie qui était pour rappel le fait que les agences ne se concentrent que sur les secteur où la demande de notation extra-financière est importante. En effet, les petites agences ne savent pas tout analyser en profondeur car elles sont trop petites, elles manquent de moyens. Avec la création de structures importantes comme c'est la cas dans le secteur de la notation financière, il est concevable de penser que ces agences importantes seraient plus aptes à couvrir de nombreux secteurs et critères.

Section 3. Interprétation des résultats obtenus concernant la perception des rapports extra-financier par les professionnels du monde financier.

Les rapports extra-financiers sont surtout bénéfiques aux entreprises qui les publient

Il ne fait pas de doutes que tous les acteurs rencontrés pensent que la publication de rapports extra-financiers est bénéfique. Cependant, on pourrait penser qu'ils soient surtout un avantage pour les investisseurs mais il n'en est rien. Les différents acteurs pensent que le premier bénéficiaire de ce type de reporting c'est l'entreprise elle-même pour plusieurs raisons. Tout d'abord, ces rapports obligent les entreprises à faire un travail introspectif en permettant de comprendre leurs forces et leurs faiblesses concernant des facteurs qui peuvent parfois se révéler très importants dans la recherche d'un avantage concurrentiel durable.

De plus, le simple fait de publier un tel rapport crée un climat de confiance entre le public et l'entreprise. Cette confiance ne peut être que bénéfique pour l'image de l'entreprise qui, faut-il encore le rappeler, est un élément prépondérant à l'heure où la concurrence est de plus en plus rude pour de nombreuses entreprises.

Enfin, la publication de ce type de rapport si elle n'entraîne pas d'avantage direct pour l'entreprise peut par contre lui éviter des désavantages importants. Comme je l'ai déjà développé, le manque de transparence pour une entreprise peut être un facteur négatif considérable et influence négativement l'appréciation d'une entreprise par le public.

Les rapports extra-financiers sont demandés pour les grandes entreprises

Lorsque j'analyse mes résultats, je constate que tous les intervenants pensent que les rapports extra-financiers s'adressent aux grandes entreprises. Pourtant quand je regarde notamment les guidelines de l'IIRC, je constate qu'elles s'adressent à toutes les entreprises.

En voulant s'adresser à un trop grand nombre de personnes, l'IIRC crée des guidelines qui laissent trop de liberté aux entreprises. C'est une des causes de la confusion soulignée par Valérie Swaen dans la compréhension même du concept du Reporting Intégré. Si l'IIRC se concentrait sur les entreprises qui ont vraiment les capacités de réaliser leur reporting, il pourrait se permettre de créer des guidelines plus harmonieuses et plus simple à comprendre par le public et les entreprises.

Le reporting intégré n'est pas encore vraiment à la mode

Durant la partie théorique, j'avais présenté les guidelines du reporting comme celles qui étaient à l'heure actuelle les plus à la mode. J'avais aussi émis l'avis qu'elles étaient les plus abouties. Pourtant, quand je regarde les différentes réponses, je constate que seuls les deux personnes faisant partie du Jury ont une réelle connaissance de ce sujet. Même l'analyse SRI de chez Candriam n'a pas connaissance de l'IIRC alors qu'elle analyse de manière régulière les rapports extra-financiers des entreprises. Hélène Soyer quant à elle a une vague idée du concept après une explication plus poussée.

L'harmonisation du RI pourrait lui être bénéfique

A travers les différents avis, je me suis donc rendu compte que, le RI n'était finalement pas encore à l'heure actuelle le reporting qui allait révolutionner la manière de construire mais aussi de percevoir les reportings des entreprises.

Cette constatation est due au fait que les guidelines proposées par l'IIRC sont encore beaucoup trop généralistes. Elles font en effet des propositions globales et laissent finalement une grande liberté aux entreprises dans la manière de réaliser ce reporting. Je constate notamment que dans *le cadre de référence international sur le reporting intégré* qui dresse les composantes du RI pour être reconnu comme tel par l'IIRC, uniquement sept paragraphes sur plus d'une cinquantaine sont considérés comme des composantes obligatoires du RI. Cela laisse donc une marge de manœuvre importante aux entreprises dans la réalisation de ce reporting.

Cette trop grande liberté laissée aux entreprises cause selon moi deux grands soucis. D'un côté, le public ne se rend pas véritablement compte de ce qu'est réellement un reporting intégré puisqu'ils sont tous très différents les uns des autres. Cela empêche donc le reporting intégré de l'IIRC d'acquiescer une notoriété importante. On remarque par exemple que les lignes directrices de la GRI sont beaucoup plus standardisées et que les intervenants connaissent beaucoup mieux les reportings guidés par le GRI que les reportings guidés par l'IIRC. D'un autre côté, les trop grandes libertés accordées aux entreprises amènent les entreprises à perdre elles-mêmes le fil conducteur de l'Integrated reporting qui est, pour rappel, la présentation de la manière avec laquelle l'entreprise va créer de la valeur sur le court, le

58.

moyen et le long terme. C'est pour cette raison selon moi que beaucoup d'entreprises qui affirment publier un rapport intégré ne réalisent en réalité qu'un rapport combiné.

Conclusion

Dans ce mémoire, je me suis intéressé à l'appréhension et à la perception qu'ont les professionnels du monde financier de l'information non-financière, des agences de notation extra-financière et des reportings extra-financiers publiés par les entreprises. J'ai pris beaucoup de plaisir à m'intéresser à ces sujets aussi bien de manière théorique que lors de mes interviews. En effet, ce sont des sujets passionnants qui ont fait couler beaucoup d'encre ces dernières années et qui encore aujourd'hui amènent beaucoup de questions.

Au travers de ce mémoire, j'ai pu me rendre compte que les informations non-financières étaient en passe de devenir un élément décisif pour la recherche de l'avantage concurrentiel d'une entreprise.

Aujourd'hui, le public, les investisseurs, les régulateurs et d'une manière plus générale les acteurs du monde financier se sont aperçus avec la crise de 2008 et toutes les conséquences financières, économiques et sociales qu'elle a engrangées qu'il était plus que temps de changer son fusil d'épaule.

Cette remise en question appelle à un monde financier responsable économiquement, écologiquement et socialement parlant et à des entreprises et des investisseurs qui ne se préoccupent pas uniquement de leur rentabilité financière à court terme.

On remarque déjà les premières concrétisations sous différentes formes de cette remise en question du monde financier. En effet, on voit notamment fleurir aux quatre coins du monde des nouvelles régulations obligeant notamment certaines entreprises à publier des rapports extra-financiers. On aperçoit également la création d'agences de notation spécialisées dans les critères extra-financiers etc.

Cependant, même si cette remise en question est nécessaire et qu'elle est déjà en marche, elle n'en est pas moins longue et fastidieuse. Les acteurs du monde financier pendant toutes ces années se sont créés une culture et des idées qu'ils doivent maintenant quelque peu changer. Beaucoup de choses sont donc encore loin d'être parfaites. Les investisseurs,

60.

même s'ils essayent tout doucement de changer leur manière de penser, restent malgré tout bien souvent obnubilés par la rentabilité financière de leurs investissements.

Pour différentes raisons que les protagonistes m'ont expliquées, j'ai constaté que les agences de notation extra-financière étaient loin d'être considérées et reconnues par les acteurs du monde financier comme le sont les agences de notation financières. Elles sont encore jeunes et selon moi, ce secteur n'a pas encore atteint son état de maturité. Beaucoup de choses vont encore changer dans les années qui arrivent avec notamment l'entrée dans le secteur des agences de notation financière. Les agences de notation extra-financière vont être amenées à fusionner entre elles pour agréger ce secteur. Sans cette agrégation, elles ne jouiront jamais d'une notoriété assez importante que pour pouvoir faire face à l'entrée dans le secteur des ogres que sont les agences de notation financière.

Cette agrégation forcée sera également le premier pas vers une standardisation demandée par le public des processus et des critères utilisés pour analyser les entreprises.

Concernant les publications de reportings extra-financiers, je constate que le secteur était également loin d'être stable. Je prévois donc aussi des changements importants dans les années futures notamment en réponse aux réglementations que les régulateurs nationaux et internationaux commencent à publier. Une harmonisation des lignes de conduite qui guident les publications extra-financières des entreprises d'une certaine taille verra tôt ou tard le jour. Un jour également, lorsque les rapports extra-financiers seront harmonisés et que les informations non-financières seront encore plus considérées comme essentielles à la bonne compréhension d'une entreprise, des organismes de contrôle spécialisés dans les informations publiées dans les rapports extra-financiers seront créés comme cela est actuellement fait pour les informations purement financières.

Il faut cependant ne pas vouloir aller trop vite et laisser le temps au temps. Les agences de notation extra-financière, les rapports extra-financiers et l'information non-financière en générale sont des thématiques encore nouvelles et elles susciteront de nombreuses mutations dans les années à venir qu'il convient de gérer de manière optimale. Rome ne s'est pas faite en un jour.

Enfin, je pense que même si la thématique de l'information non-financière a été labourée depuis quelques années par de nombreux auteurs, ce sujet reste encore une thématique qui pose de nombreuses questions. Par exemple, d'ici quelques mois, la nouvelle directive européenne régulant la publication d'informations non-financières de certaines entreprises européennes sera transposée dans tous les pays européens. Il serait intéressant de réaliser une enquête mesurant les réactions des acteurs du monde financier envers cette nouvelle régulation européenne.

Bibliographie

- Alberola, E., & Giamporcaro-Saunière, S. (2006) Les agences d'analyse et de notation extra-financière : quels services pour quels investisseurs ? *Revue d'économie financière*, 85(4), 171-189.
- Alberola, E., & de Perthuis, C. (2005). Les agences de notation sociétale : quel impact réel ? *Sociétal*, 50, 33-40
- Awards for best the best belgian sustainability reports. (s.d.). The award. en ligne <http://www.sustainabilityreports.be>. consulté le 25 juillet 2016.
- BforBank. (2013) Les origines de l'investissement socialement responsable. en ligne <https://www.bforbank.com/fonds-opcvm/glossaire/isr-un-peu-d-histoire.html>, consultée le 23 mai 2016.
- Billet, P. (2010). De la loi Grenelle 1 à la loi Grenelle 2. *Revue Juridique de l'Environnement*, 5, 19-26.
- Buhr, N. (2007). Histories and of and rationanles for sustainability. *Sustainability Accounting and Accountability*, 8, 57-69.
- Café de la Bourse. (s.d.). Standards and Poors 500. en ligne <https://www.cafedelabourse.com/lexique/definition/standard-and-poors-500-sp-500>. consulté le 17 mai 2016.
- Camprodon, M., Sols, J., & Florensa, A. (2008). *Analyse critique des agences de notation extra-financière*. Disponible à l'adresse http://www.aderse.org/docatelecharger/congres_aderse_2008/actes/Articles/Session%202.6/Analyse%20critique%20des%20agences%20de%20notation%20extra-financiere.pdf 12 pages.
- Cauvin, E., Decock-Good, C., & Bescos, P.L. (2006). La perception des entreprises françaises en matière de diffusion d'informations non financières : une enquête pas questionnaire. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 12(2), 117-142. doi:10.3917/cca.1220117
- Chatterij, A., & Levine, D. (2006). Breaking down the wall of codes : evaluating non-financial performance measurement. *California Management Review*, 48, 29-51.
- Cheng, M., Green, W., Conradie, P., Konishi, N., & Romi, A. (2014). The international integrated reporting framework : key issues and future research opportunities. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 25(1), 90-104.
- Cho, C., H., & Pattern D., M. (2009). Social and environnemental accounting in North America : a research note. *Advances in Environmental Accounting and Management*, 4, 161-177.

Cohen, J.R., Holder-Web, L., Nath. L. & Wood, D. (2012). Corporate reporting of nonfinancial leading indicators of economic performance and sustainability. *Accounting horizons*, 26, 65-90. doi:10.2308/acch-50073

Commission européenne. (2016). Publication d'informations non-financières. en ligne http://ec.europa.eu/finance/company-reporting/non-financial_reporting/index_fr.htm. Consulté le 20 mai 2016.

Damak-Aydi, S. (2010). Le reporting social et environnemental suite à l'application de la loi NRE en France. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 16(1), 53-81. doi:10.3917/cca.161.0053

Dupuis, J.C. (2014). *Economie et comptabilité de l'immatériel : enjeux du reporting non-financier*. Louvain-la-Neuve: De Boeck.

Eccles, R.G., & Krzus, M.P. (2010). *One report : integrated reporting for a sustainable strategy*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Erkens, M., Paugam, L., & Stolowy, H. (2015). Non-financial information : state of the art and research perspectives based on a bibliometric study. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 21, 15-92. doi:10.3917/cca.213.0015

Ernst and Young. 2012. *Grenelle II, l'article 225 en pratique*. Disponible à l'adresse [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Grenelle_II_Larticle_225_en_pratique/\\$FILE/Grenelle_II_Larticle_225_en_pratique.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Grenelle_II_Larticle_225_en_pratique/$FILE/Grenelle_II_Larticle_225_en_pratique.pdf). 10 pages.

Fédération des experts comptable européen. (2009). Call for action : sustainability disclosures in financial information can be improve. disponible à l'adresse [http://www.fee.be/images/publications/sustainability/Call for Action FEE-Eurosif_09070337200911545.pdf](http://www.fee.be/images/publications/sustainability/Call_for_Action_FEE-Eurosif_09070337200911545.pdf).

France-Diplomatie. (2012). *Le reporting extra-financier : état des lieux et perspectives*. Disponible à l'adresse [http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/IMG/pdf/La legislation sur le reporting ESG en France_cle03f7ad.pdf](http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/IMG/pdf/La_legislation_sur_le_reporting_ESG_en_France_cle03f7ad.pdf). 7 pages

Global Reporting Initiative. (2015). *Principes de reporting et éléments d'information*. disponible à l'adresse <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/French-G4-Part-One.pdf>, 97 pages.

Hopwood, A.G. (2009). Accounting and the environment. *Accounting, Organizations and Society*, 34, 433-439.

Institut RSE Management. (2013). *L'information extra-financière ou la mesure de la RSE : un nouvel outil de la bonne gouvernance pour les dirigeants d'entreprises*. disponible à l'adresse http://www.institutrse.com/wp-content/uploads/2013/12/Memo_dirigeantVF.pdf, 67 pages

International Integrated Reporting Council. (2013). *Cadre de référence internationale portant sur le reporting intégré*. Disponible à l'adresse <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORKFrench.pdf>, 41 pages.

International corporate governance network. (2008). *Icgn statement and guidance on non-financial business reporting*, Londres: International Corporate Governance Network.

Jolivet, P. (2014). *Les nouveaux habits du reporting extra-financier*. disponible à l'adresse <http://www.alliance-centrebw.be/wp-content/uploads/2014/12/Comptabilit---simplifi--e-pour-400.000-entreprises.pdf>.

Lagarenne, C., & Tourjansky-Cabart, L. (2002). L'environnement dans la loi, nouvelle régulations économiques : implications pour les entreprises. *Revue économie financière*, 66, 149-163.

Ledouble, D., Stordeur, P., & Crette, O. (2014). Reporting intégré : état des lieux et perspectives. In A. Burlaud, *Mélanges en l'honneur du Professeur Christian Hoarau* (243-253). Paris : Ordre des Experts-Comptables.

Mathlouthi, H. (2013). *Cours de méthode du scoring*. Disponible à l'adresse http://www.essai.rnu.tn/cours_ESSAI/coursScoring.pdf, consultée le 7 juin 2016.

Milost, F. (2013). Information power of non-financial performance measures. *International Journal of Business Management & Economic research*, 4, 823-828

Norhaus, W., & Tobin, J. (1973). Is growth obsolete, *Economic Research : Retrospect an Prospect*, 5, 1-80.

Novethic. (2014). *Panorama des agences de notation extra-financière*. disponible à l'adresse http://www.novethic.fr/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/2014_Panorama-des-agences-de-notation.pdf. 59 pages

Organisation de coopération et de développement économique. (2006). Actifs intellectuels et création de valeur : conséquences pour la communication d'informations par les entreprises. disponible à l'adresse <https://www.oecd.org/fr/daf/ae/principesdegouvernementdentreprise/37819793.pdf>.

ORSE. (2007). *Guides des organismes d'analyse sociale et environnementale*. En ligne http://www.orse.org/guide_des_organismes_d_analyse_sociale_et_environnementale-52-246.html

Perera, S., Harrison, G., & Poole, M. (1997). Customer-focused manufacturing strategy and the use of operation based non financial performance measures : a research note. *Accounting, Organizations and Society*, 22(6), 557-572.

Petercam. (s.d.) Découvrez qui nous sommes. en ligne <https://www.petercam.com/be-fr/private/propos-de-petercam>. consulté le 25 juillet 2016.

Pierre, F., & Besançon, E. (2004). Valorisation d'entreprise et théorie financière. Edition d'organisation. En ligne http://www.acifr.org/ressources/livres_finance/valorisation_d_entreprise_extraits.pdf

Pigé, B. (2013). Normes comptables III – de la représentation de la performance. *Revue Française de Comptabilité*, 461, 35-38.

Poincelot, E., & Wegmann, G. (2005). Utilisation de critères non financiers pour évaluer ou piloter la performance: analyse théorique. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 11(2), 109-125. doi:103917/cca.112.0109

PricewaterhouseCoopers. (2002). *Non-Financial Measures are Highest-Rated Determinants of Total Shareholder Value, PricewaterhouseCoopers Finds*. disponible à l'adresse <http://www.barometersurveys.com/vwAllNewsByDocID/BC10B017C5062D2485256BA6000F6B6/index.html>.

Protin, P., Gonthier-Besacier, N., Disle, C., Bertrand, F., & Perier, S. (2014). L'information non financière. Clarification d'un concept en vogue. *Revue française de gestion*, 5, 37-47.

Richard, J. (2012). *Comptabilité et développement durable*. Paris : Economica.

Saghroun J., Eglem J.Y. (2004). Performance globale de l'entreprise : les informations environnementales et sociales sont-elles prises en compte par les analystes financiers pour leur diagnostic ?, 25^e congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Orléans, mai.

Saghroun, J., & Eglem, J.Y. (2008). A la recherche de la performance globale de l'entreprise : la perception des analystes financiers. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 14(1), 93-108. doi:103917/cca.141.0093

San Ong, T., & Heng Teh, B. (2009). The use of financial and non-financial performance measures in the Malaysian manufacturing companies. *The Icfai University Journal of Accounting Research*, 8, 23-30.

Schneider, J. (2013) Principe fondamentaux et instruments de la responsabilité sociale des entreprises. En ligne <http://dievolkswirtschaft.ch/fr/2012/12/schneider-6/>

The Institute of Chartered Accountants of England and Wales. (2008). Assurance on non-financial information. disponible à l'adresse <https://www.icaew.com/~media/corporate/files/technical/audit%20and%20assurance/assurance/assurance%20on%20non%20financial%20information.ashx>, 28 pages.

de Villiers, C., Rinaldi, L., & Unerman, J. (2014). Integrated reporting : insights, gaps and an agenda for future research. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27(7), 1042-1067. doi:10.1108/AAAJ-06-2014-1736

Vigéo. (s.d.) Qui sommes-nous ? en ligne <http://www.vigeo.com/csr-rating-agency/fr/1-2-qui-sommes-nous> consulté le 25 juillet 2016.

Zogning, F. (2014). Divulgation volontaires d'informations non-financières et valorisation boursières des firmes. *Journal of Professional Communication*, 4(1), 157-174.

Annexes

Annexe I – Retranscription des interviews effectués

Retranscription interview Guillaume Dasnoy datant du 23 juin 2016

Pouvez vous vous présenter brièvement ?

Je m'appelle Guillaume Dasnoy, j'ai fait ingénieur de gestion option finance à Solvay et j'ai terminé en 2012. Après ça j'ai été travailler à Londres pendant à peu près 1 an et demi chez Toms and Reuters en information financière. Je suis revenu ici et ça fait à peu près deux ans et demi que je travaille chez Déminor. A coté de ça, je suis aussi assistant à Solvay depuis 2 ans pour un séminaire de Business Strategy et le but c'est d'être très pragmatique et pratique pour ce qui concerne la valorisation d'une entreprise et la stratégie d'une entreprise et d'un peu mettre en lien ces deux pôles, de trouver comment faire pour augmenter la valeur d'une entreprise etc. Ca concerne surtout les entreprises cotées réelles, un peu dans tous les secteurs. On essaye de comprendre le business model de deux entreprises par an et on se demande comment est ce qu'on pourrait faire pour améliorer la valeur d'une entreprise et ça passe par un certain nombre de décisions stratégiques comme racheter un concurrent, faire une intégration verticale etc. Je suis arrivé là parce que je connaissais très bien un prof qui reprenait un cours et donc il m'a proposé.

Si c'est le cas, dans quelle mesure êtes vous amené à valoriser une entreprise ?

De manière quotidienne en fait. On a une bonne dizaine de valorisations par an. La durée des projets varient fortement, je peux travailler 3 jours comme une semaine comme un mois dessus. On est deux en interne à faire ça, à faire des valorisation d'entreprise. Moi je m'occupe des francophones et un autre des néerlandophones mais il est plus junior donc je supervise quand même.

Pouvez vous nous présenter Déminor, la société, l'activité etc. ?

Déminor est une entreprise de consultance qui se focalise sur les actionnaires typiquement minoritaires. On donne en fait un certain nombre de services aux actionnaires souvent minoritaires qui sont des valorisations entreprises, de la gouvernance d'entreprise c'est à dire comment faire pour améliorer les pratiques de gouvernance et puis il y a toute une partie

légale avec des conseils légaux en cas de transaction entre les différents actionnaires. Typiquement on imagine une entreprise dont c'est la 4^{ème} génération, ces arrières petits enfants ont donc récupéré les actions mais ils ne se connaissent plus très bien et ils se prennent le nez pour différentes raisons, les intérêts ne sont plus les mêmes. On intervient alors pour essayer bien souvent de favoriser les transactions, résoudre les problèmes des actionnaires qui peuvent donc être de ces trois types là ; financiers, gouvernance ou légaux et on essaye d'accompagner la transaction car souvent le plus simple c'est dire que si quelqu'un se dispute avec un autre, l'un va vendre à l'autre sa part et comme ça c'est bon. C'est le plus simple parce que sinon il y a toujours une notion un peu plus émotionnelle.

Le but et donc d'intervenir pour favoriser une bonne gouvernance, c'est à dire une bonne répartition des pouvoirs et des responsabilités entre différents organes de manière à ce que tout le monde puisse communiquer de manière efficace. Si on arrive à instaurer une bonne gouvernance, normalement on a pas de problème et si il n'y a pas cette possibilité là, on doit réaliser un transfert entre les parties ou chacun y retrouve son compte.

A coté de ça, il y a une autre équipe qui est DRS (Damage recovery) leur but à eux c'est de récupérer de l'argent plutôt pour des entreprises qui sont cotées comme Fortis Volkswagen etc. et ceux là sont beaucoup plus dans la récupération étant donné un problème d'information par exemple. Cette équipe est beaucoup plus internationale car elle gère depuis Bruxelles des cas un peu partout dans le monde. Nous on donne une expertise un peu plus nationale.

Donc on a deux parties, avec deux équipes différents mais il y a pas mal de mobilité. J'ai par exemple un peu travaillé sur le dossier Fortis pour certains trucs particuliers.

Comment faites vous pour réaliser vos activités ? Quelle est la démarche à suivre pour réaliser ces activités ?

C'est deux business qui sont forts différents ; nous on est dans un business où c'est très sensible émotionnellement. Quand tu as une belle petite entreprise qui marche bien mais quelqu'un se dispute avec les autres ou a un comportement scandaleux. Tu peux pas le dire à tout le monde, tu peux pas en faire la publicité. Il faut respecter cette vie privée. On est donc dans l'ombre car tout le monde ne doit pas savoir qu'il y a un problème dans cette entreprise a fortiori quand il s'agit d'une entreprise avec une belle réputation. De l'autre coté, la partie DRS, c'est beaucoup plus des entreprises cotées, il faut donc être beaucoup plus dans la

lumière et donc c'est parfois plus simple d'attirer les clients étant donné que eux ils sont visibles, ils vont aux assemblées générales publiques et prennent la parole etc. Nous quand on y va c'est des plus petites assemblées en terme de personne.

Nous on travaille parfois pour un client personnel parfois pour l'entreprise. Quand on travaille pour l'entreprise on essaye de se mettre au milieu des deux et de trouver un accord. Quand on est pour un client fatalement on essaye d'être indépendant mais on a pas cette réputation d'être indépendant étant donné que notre client nous paye. Maintenant on garde une éthique et on hésite pas à leur dire la vérité et à les pousser à se remettre en question si besoin est. On peut s'en désolidariser en disant que notre client aimerait telle chose mais voilà il faut garder une certaine éthique personnelle.

En général on travaille plutôt avec des actionnaires minoritaires. On protège donc notre client face à des plus forts que lui.

Comment faites vous pour protéger vos clients ?

C'est au cas par cas. Soit l'autre partie est intéressée par le rachat des parts de notre client. Dans ce cas on se lance dans une négociation pure et simple. Si c'est pas le cas on va essayer de les forcer à négocier, dans ce sens on va faire tout ce qu'on peut pour un peu les embêter pour que à terme ils rendent compte que c'est embêtant d'avoir un minoritaire qui est pas content. On rédige d'ailleurs parfois des listes de questions de plusieurs pages que l'actionnaire minoritaire va poser pour avoir des infos et ça va embêter les majoritaires. Ça peut aller dans certains cas, s'il y a des justes motifs, on peut forcer la majoritaire à racheter le minoritaire et dans ce cas là c'est vraiment une procédure judiciaire ou on explique pourquoi notre client est coincé quoi qu'il fasse avec ses parts. Donc cette procédure c'est quand on arrive vraiment pas à trouver une solution et c'est le dernier recours car bon ça prend du temps etc.

Combien de client avez vous par année ?

Pour DRS c'est compliqué de dire parce que eux groupe un certain nombre d'actionnaires derrière eux et ça peut être des dizaines voir des centaines d'actionnaires. Mais il travaille sur 10 cases en même temps.

Pour nous, on a une trentaine de clients en même temps mais parfois ça peut prendre plusieurs années. On les accompagne durant toute la procédure. Ça peut prendre 6 mois

70.

comme ça peut prendre 3 ou 4 ans. C'est donc une relation de long terme et pas des one shots.

Qu'est ce que la gouvernance d'entreprise pour vous ?

La gouvernance c'est trouver un équilibre des relations entre les différents acteurs d'une entreprise. De manière large, on peut parler de stakeholders, de manière un peu plus restreinte on parle des actionnaires, management et board members. Ces trois parties peuvent avoir des buts et donc des envies différentes. La bonne gouvernance va tenter de trouver un équilibre entre ces demandes divergentes. Par exemple la manager veut garder du cash dans l'entreprise pour certains projets tandis que l'actionnaire veut des dividendes.

Est ce qu'il existe de types, des profils types de gouvernance ?

Non c'est au cas par cas, il y a des bonnes pratiques de gouvernances mais il y a autant de type de gouvernance qu'il y a d'entreprises.

Il y a des bonnes pratiques qu'il faut essayer de mettre dans toutes les entreprises mais il n'y a pas cas spécifiques par secteur ou par taille d'entreprise etc. On ne gère pas une SPRL comme une société cotée sur euronext certes mais on peut pas dire qu'il y ait réellement de profils types de gouvernance. Il y a des principes importants qu'il faut essayer d'appliquer à l'entreprise au cas par cas.

Vous m'avez parlé de lien entre gouvernance et valorisation, pouvez vous aller un peu plus loin ?

Je vais vraiment me focaliser sur la gouvernance car pour moi il n'y a que la gouvernance d'entreprise qui va avoir un impact dans la valorisation de l'entreprise. On va pas s'amuser nous même à prendre en compte d'autres types d'infos comme le développement durable etc. Mon impression c'est que les grosse entreprises sont obligées de le faire parce que c'est bien et parce que surtout s'ils ne le font pas le marché va les décoter. Il n'y a selon moi pas d'avantage à le faire mais tu n'as pas le désavantage de ne pas le faire. Aujourd'hui, si une entreprise n'est pas transparente aussi bien sur ses facteurs financiers que non financiers, elle va être décotée par les marchés. C'est donc pour moi quelque chose qui est plutôt dévalorisable si ce n'est pas fait que valorisable quand c'est fait. Sauf dans certains cas ; tout ce qui est SRI peut être valorisé par certaines personnes mais pas nécessairement par tout le

monde. Il y a des fonds de pension et des asset managers de manière générale qui attache de l'importance à une entreprise SRI. De ce point de vue là tu vas le valoriser. Tu vas pas le valoriser en disant mon cours de bourse va augmenter mais tu vas le valoriser parce que tu vas avoir d'autres actionnaires qui vont être plus intéressés à long terme.

Les fonds SRI pour déterminer quelles entreprises les intéressent, réduisent l'ensemble de la bourse en quelque sorte aux entreprises qui rentrent dans un certains nombres de critères. Et donc si tu n'as pas une politique SRI, il est possible qu'on ne regarde même pas ton dossier. Airbus par exemple, il y a plein d'asset managers qui ne vont pas les regarder parce qu'ils vendent des armes. Ils vont donc être virer de l'univers d'investissement. C'est donc en quelque sorte une dévalorisation pour eux. Ca c'est donc plutôt pour tout ce qui est SRI.

Pour ce qui est de la gouvernance d'entreprise, dans la valorisation que nous on fait, on en tiendra vraiment compte pour deux choses.

On va en tenir compte quand une entreprise a une mauvaise politique de gouvernance. Imaginons qu'une entreprise soit gérée uniquement par une seule personne. Le CEO est aussi l'actionnaire et il gère tout mais n'assure pas sa succession. Quand le mec part personne ne sait reprendre. On va donc mettre une décote car il y a un manque de gouvernance dans le sens où le mec n'a pas prévu sa succession. On peut donc prendre en compte la gouvernance de l'entreprise dans la valorisation dans des cas particuliers. Pour en tenir compte on rajoute un paramètre dans notre modèle, on rajoute un cost of equity qui est un peu plus élevé. On parle de cost of equity de typiquement 10 à 12% pour une entreprise et on rajoute un facteur spécifique et ce facteur prend en compte ce qu'on veut comme l'illiquidité des titres etc. On rajoute typiquement 1 ou 2 %.

Comment déterminer vous ces 1 ou 2 % ?

Il y a très peu de littérature académique là dessus, donc c'est vraiment en fonction de notre expérience, de ce qu'on voit. C'est en fonction de la situation. Si le mec qui n'a pas assuré sa succession a quand même des personnes qui potentiellement pourraient monter et être intéressées, la décote va être moins forte que si la personne est vraiment au dessus et personne ne peut reprendre.

C'est donc une question d'aller voir sur place, de comprendre la structure et typiquement moi j'essaye de regarder par rapport à la taille du cost of equity. Si t'as un cost of equity de 10%,

72.

si je rajoute 2% ça représente quoi par rapport à l'ensemble du cost of equity. On peut donc facilement rajouter 1 ou 2 % par rapport au cost of equity pour ça.

Pour l'illiquidité de titres, on a deux possibilités d'en tenir compte.

Soit tu le mets purement et simplement dans ton cost of equity en disant c'est un risque comme un autre. C'est une vision beaucoup plus économique de l'instrument de l'action. L'autre aspect plutôt transactionnel c'est de faire la valorisation sans ça, sans tenir compte de ce cost of equity de ce risque spécifique par contre tu mets une décote à la fin. Et ça c'est une optique plutôt transactionnelle quand tu essayes de discuter avec quelqu'un pour obtenir un accord, on va dire : la valeur de mon entreprise elle vaut autant mais étant donné qu'elle est illiquide moi je veux bien perdre 15 ou 20%. Ici la gouvernance a un impacte très important parce que si tu as un mécanisme de micro liquidité tu vas avoir une décote plus faible

Qu'est ce qu'un mécanisme de microliquidité ?

Une entreprise privée est illiquide, il faut que chaque actionnaire discute les uns avec les autres s'ils veulent revendre leurs actions. L'idée du mécanisme de microliquidité c'est de créer une micro bourse au sein de ces actionnaires. Il faut évidemment plusieurs actionnaires comme 5, 10, 15, 20 ... tu peux donc créer une micro bourse ou l'entreprise a un impact et fourni en quelque sorte une liquidité aussi.

Nous on va faire une valorisation annuelle sur base de critères qui sont fixés de manière objective par exemple avec les multiples on va prendre 5 fois l'EBITDA ou 7 fois l'EBIT et on en tire une valorisation qui va servir pour l'ensemble des transactions et donc on créé une fenetre de liquidité. Tout le monde va dire, on est d'accord de cette valorisation là et sur cette base de cette valorisation que nous faisons de manière objective, ceux qui veulent, peuvent faire des transferts de titres. Ceux qui veulent peuvent le faire entre eux et s'il y a plus d'offre que de demande, l'entreprise peut racheter à son propre compte une partie des actions et donc ça devient des actions propres. Attention toutefois il faut limiter ces rachats par année à 3 ou 5%.

Le but c'est de créer une micro bourse au sein de ces gens avec un prix fixé par un expert, notamment nous.

Ca c'est une politique de gouvernance parce que la gouvernance va faire que tout le monde se met d'accord sur le fait qu'on fait une valorisation annuelle, que c'est cette valorisation qui va prévaloir et que le prix sera celui là etc. et donc ça créé de la liquidité et dans ce cas là

tu tiens compte d'une plus faible décote puisque tu sais que en tant que actionnaire, tu vas pouvoir revendre non pas tout mais une partie de tes actions à quelqu'un et s'il n'y a personne c'est l'entreprise qui va les racheter. Ca permet donc de combattre l'illiquidité via la gouvernance. Et ca réduit donc la décote que nous on applique pour l'illiquidité. Typiquement t'as une décote d'illiquidité qui varie entre 15 et 33%, avec ce principe on va plutôt se situer à 15%.

Cette décote d'illiquidité vient de plusieurs facteurs ; premièrement c'est la taille de la participation que tu vends. Si tu vends 100%, d'une entreprise, tu arriveras plus vite à la vendre que si tu as 50% parce que 50% ça veut dire que tu as quelqu'un d'autre etc. donc il faut voir aussi si on est minoritaire combien de % j'ai pour voir quelles possibilités j'ai en tant que minoritaire etc. Donc plus ma participation est grande, moins ma décote est importante. Un autre facteur c'est la régularité des cash-flow, la qualité des actifs qu'il y a derrière etc. Donc une bonne gouvernance va faire que tu vas réduire ces décote d'illiquidité.

Est ce qu'il existe des réglementations spécifiques à la gouvernance ?

Il existe de fait un code de gouvernance en Belgique. Puis on a le code Buys aussi, ca c'est pour les entreprises non-cotées. C'est un certains nombres de principes qui seraient bon d'appliquer. Je ne pense pas que ça ait force de loi mais étant donné qu'on en parle tellement ca devient de plus en plus best practicies. Si t'as un problème avec le majoritaire et qu'au tribunal tu montres que ces grands principes ne sont pas respectés ça te fera un avantage considérable.

Et pour vous, si vous vous rendez compte que ces principes ne sont pas respectés, comment réagissez vous dans la valorisation ?

Ca peut avoir un impact sur l'entreprise souvent dans la décote d'illiquidité et minorité. Cette décote va être influencée par la gouvernance, par tout ça. Si on a des clients qui n'ont aucune visibilité sur l'entreprise et sur les informations financières qui sont données par l'entreprise parce qu'ils sont minoritaires et qu'ils sont mis à l'écart, effectivement tu vas en tenir compte dans ta valorisation en disant que voilà si elle avait une bonne gouvernance elle aurait une valeur de autant, mais nous on applique une décote la dessus et celle-ci va être plus large que dans d'autres entreprises.

74.

On valorise donc l'impact que va avoir la mauvaise gouvernance sur les parts en fait. On va pas dire dans l'absolu l'entreprise ... on valorise nous de manière assez théorique comment elle serait valorisée si tout allait bien, et puis après on prend en compte une décote.

On va donc maintenant parler un peu des reportings, j'ai lu dans plusieurs articles que de plus en plus d'entreprises se tournaient vers des normes bien spécifiques telles que celles de l'IIRC qui donnent conseil aux entreprises pour faire des bons rapports qui reprennent plusieurs points extrafinanciers.

Que pensez vous tout d'abord des ces reportings ?

Pour les entreprises cotées, je pense qu'elles ont tout intérêt à être les plus transparentes possibles. Pour différentes raisons ; la première c'est que plus ils sont transparents, plus le cour de bourse va refléter la vraie valeur de l'entreprise et donc plus ils sont transparents, plus il y aura de liquidité aussi parce que ils vont dire régulièrement on a un problème là et là et ils planifient beaucoup de road show ou ils peuvent discuter avec les actionnaires etc. c'est donc dans l'intérêt des entreprises d'avoir une communication la plus transparente possible et dans le cas où l'entreprise cache des choses, un jour ou l'autre ça se retourne contre eux. Si on balance une information qui était cachée, le cour de bourse va tomber dramatiquement alors que si on le dit de manière anticipative, en expliquant au public, et en donnant des informations directement, l'impact est amoindri de manière significative. En plus bien souvent tout le secteur auquel appartient l'entreprise fautive est touché.

Il faut donc un maximum que les choses soient claires, pour moi dans mon boulot si je n'ai pas toutes les infos que je veux je vais pas être content et ça va se refléter mais aussi pour l'investisseur. Il ne va jamais aller mettre son argent dans quelque chose sur laquelle il n'a pas assez d'informations. Des cadres conceptuels comme ça pour l'entreprise ne peuvent être que bénéfique selon moi. Il faut des organismes qui se penchent en effet sur la question et qui disent les choses obligatoires à publier etc.

Est ce que le fait d'intégrer ces types de reporting dans une entreprise, en respectant la trame de ceux-ci etc. va jouer dans la valorisation d'une entreprise ou pas ?

Si tout les points repris dans ces lignes directrices sont proposés de manière claire alors le marché ne t'appliquera pas de décote par contre effectivement si tu ne fournis pas les informations le marché va se poser des questions et tu auras vite un analyste financier qui va

plonger son nez la dedans et qui va poser des questions également très vite. Je pense donc qu'il faut inclure ces informations dans des rapports, c'est un minimum ! il faut même plus, ce n'est pas suffisant ! il faut un vrai département investor relation pour communiquer efficacement et pour expliquer et donner un peu plus d'information.

Est ce que pour vous ça serait intéressant qu'un régulateur oblige tel ou tel type d'entreprise à publier par exemple un RI ?

Non parce que nous sommes dans un monde qui est beaucoup trop régulé. Le régulateur est déjà surchargé, il faut aussi laisser faire un peu le marché et si une entreprise ne publie pas ces informations, le marché va un jour ou l'autre poser des questions en voyant d'autres entreprises du même secteur qui publient ces informations.

Les entreprises doivent donc comprendre qu'elles doivent le faire d'elle même et ce n'est pas aux régulateurs d'intervenir. Il ne faut pas lui demander de faire tout et rien, surtout qu'ils sont déjà surchargés.

Est ce qu'il existe des audits de la gouvernance ?

Et bien c'est très intéressant, on a essayé de lancer un produit qui s'appelait « board evaluation » qui avait pour but d'évaluer la gouvernance mais un peu plus en étant centré sur les administrateurs. Et le but était de voir dans quelle mesure les administrateurs faisaient bien leur boulot tout simplement.

On a essayé de le lancer il y a deux ou trois ans et on a eu très peu d'intérêt de la part des administrateur parce que ils se sentaient mis sur la sellette en se demandant pourquoi on les jugeait et donc on a essayé de mettre ça en place. Malheureusement les administrateurs n'étaient pas intéressés. Donc je pense que le marché n'est pas vraiment intéressé par ce genre de chose. Le Problème c'est que ces audits en terme de gouvernance, qui va les payer ? ce sont les entreprises elles-mêmes et si elles ne sont pas intéressées, c'est compliqué.

Nous on a donc essayé de réaliser u audit pour pouvoir donner une certification que la gouvernance de l'entreprise est bonne et qu'elle puisse le mettre dans ses publications mais ca n'a pas marché pour les raisons que j'ai évoquées. Le problème c'est que c'est l'entreprise qui devrait payer pour avoir ce certificat et je te dis pour mettre en quelque sorte les administrateurs sur la sellette et qu'ils ne se sentent pas bien et qu'ils n'aient pas envie et

76.

qu'ils fassent voter d'une manière ou une autre un motion pour que on laisse tomber ce genre d'audit.

Je pense donc que ça serait intéressant mais c'est très compliqué de le faire

Et est ce que ça rajouterait ou influencerait la valorisation d'une entreprise ?

Théoriquement oui, par contre le problème c'est que les décotes ne sont appliquées que dans le cadre de société non cotées parce que sinon si elles sont cotées, tu vas à la bourse tu observes et c'est fini. Pour des sociétés non cotées, on se rend compte nous même de la gouvernance, et on a pas besoin de quelqu'un d'autre pour dire qu'il faut un audit. On le fait nous même en fait, ça fait partie de notre boulot. Nous sommes un peu les auditeurs de la gouvernance.

Maintenant si vous vous mettez à la place d'une autre personne qui n'est pas spécialiste de la gouvernance, quand est il selon vous ?

Je pense que ça aurait effectivement un impact sur la valorisation. Pour tout expliquer on est entrain de réfléchir en interne à une autre solution mais c'est pas encore un produit. On est entrain de réfléchir à aller démarcher des petites entreprises belges et cotées avec moins de 100 millions d'euro de market cap qui ne sont pas suivi par des analystes financiers et leur proposer deux choses. Premièrement une couverture d'analyste financier c'est à dire deux fois par an on publie un petit rapport qui explique les résultats et les appréhension du futur de l'entreprise comme des rapports d'analyste normaux mais sur des petites entreprises et à ce rapport on rajouterait une partie gouvernance avec un cachet en gros « certifié par Deminor ». Ca c'est l'idée et moi je suis persuadé que si tu arrives avec ça, tu vas réussir à diminuer une certaine décote qui n'est pas quantifiable et qui est une décote qui s'applique aux petites entreprises qui ne publient pas assez d'informations. Quand ut regardes ces petites entreprises, tu ne sais pas ce qu'il se passe puisque t'as des comptes qui arrivent et des cour de bourse qui varient mais tu ne comprends pas nécessairement pourquoi. Quand tu essayes de valoriser une entreprise, tu te dis la valorisation aujourd'hui c'est comme si elle intégrait un certain nombre de paramètres c'est à dire que l'entreprise va arriver à un EBITDA de autant dans x années etc. Dans une petite entreprise non cotée qui n'est pas suivie tu n'as pas assez d'information sur le marché et donc les gens n'achètent pas et il n'y a pas assez de liquidité et donc tu vas avoir une valeur qui ne sera sans doute pas la bonne. Je pense donc

que d'avoir un rapport comme ça va surtout améliorer la liquidité et donc par conséquent la valeur de l'entreprise et tu vas réduire une certaine décote venant du fait que les gens ne savent pas. Cette décote est en quelque sorte de risque, et elle est inquantifiable. Tu ne peux pas comparer une petite entreprise cotée et non suivie et exactement la même mais suivie ! on ne peut pas avoir ce point de comparaison. On a très peu d'entreprise de petite taille qui sont cotées et elles ne sont quasiment jamais suivie par des analystes financiers. Donc tu ne peux pas quantifier la différence, la décote qu'il y aurait mais je suis persuadé qu'elle existe cette décote.

Par exemple Roularta est une entreprise de média en Flandre qui est suivie par trois analystes financiers dont un qu'on connaît un peu et qui quelque peu atypique qui s'appelle Emerald financial advisor, les deux autres sont assez connus comme KBC ING etc. Si tu veux Emerald on les a rencontré il y a quelque temps il parlait du même principe que nous c'est à dire qu'une entreprise ou il n'y a pas assez d'information subi une décote et alors ils s'amuse à calculer plus ou moins sur base d'un certain nombre d'entreprises comparables, Roularta est décoté par rapport à d'autres. La question évidemment ici c'est d'où vient cette décote ? Est ce que ça vient du fait que Roularta est suivi par très peu d'analyste financier, il y a très peu d'infos, la gouvernance est pas très bien regardée ou est ce que cette décote vient du fait que voilà les actifs sont de moins bonnes qualités que d'autres actifs d'autre entreprise de média dans d'autres pays etc. ou encore est ce que c'est un mix des deux. On ne sait pas faire la différence, on ne sait pas isoler un paramètre ! Ce sont tous des paramètres qui varient ensemble. Donc on ne peut pas dire à 100% qu'il y a une décote qui s'applique étant donné le fait que l'entreprise ne publie pas assez d'informations sur elle-même. Tu peux juste dire qu'il y a une décote que tu observes liées à un certains nombre de facteurs. Il n'y a pas un Roularta et un Roularta exactement le même mais qui a pas donner ça comme information qui te permettrait alors de voir la décote.

Donc tout ça pour dire que plus tu as d'informations sur une entreprise dans le marché, plus tu auras une liquidité, plus ton cour de bourse va représenter la vraies valeur de l'entreprise et cette information je suis persuadé que c'est à le fois de l'information financière mais aussi de l'extra financière qui est elle même par exemple de la gouvernance.

Retranscription interview Koen Popleu datant du 29 juillet 2016

Pouvez vous-vous présenter très brièvement ?

Je m'appelle Koen Popleu, je suis analyste chez Candriam et spécialisé dans les investissements dans l'industriel et les voitures. On est en fait chacun spécialisé dans un secteur ou deux bien précis avec Monsieur Goenen que l'on verra peut-être tantôt qui est le responsable d'équipe. On a un spécialiste des banques par exemple, un autre fait l'énergie. Donc on est vraiment spécialisé chacun dans son secteur donc on fait entre 20 et 30 actions pures qu'on doit suivre de tout tout près. Pour nous c'est mieux d'être très spécialisé sur un nombre réduit d'entreprises mais de les suivre de très très près. On est très très précis dans nos analyses.

Pouvez vous vous présenter un peu l'entreprise ?

Candriam est un asset manager avec plusieurs investment classes. Donc t'as les alternatives, assets allocation en bonds et en equity mais aussi en multi assets, fixed income etc. On a en fait 94,5 milliard d'euro sous gestion dont 13% equity. Dans mon équipe c'est pure actione européenne sur base fondamentale. Donc on va regarder les rapports annuels et on va communiquer avec les sociétés, avec les saleside analysts aussi pour faire des sélections. On a des processus disciplinés et je vais t'expliquer comment ça marche. Pour l'innovation le processus va dans un framework innovation donc va scorer les actions sur un framework innovation

Et comment vous faites pour scorer ça ?

Ça j'y viendrai mais on score aussi sur un financial framework. Donc je vais vous expliquer qu'est ce qu'on regarde comme critère pour déterminer les bons et les moins bons, pour scorer quoi. On veut avoir de la performance, mais celle-ci pour nous elle est toujours relative c'est à dire pour un client privé comme toi et moi qui allons à la banque ce qui est important c'est qu'on a 100 euro et qu'à la fin on ait 102 euro. Pour un client institutionnel, il regarde avec un benchmark, il va regarder le marché et notre but c'est de gérer au mieux, on essaye de surperformer donc on peut avoir une bonne année si le marché fait -20 et que nous on fait -10 pour nous c'est top comme année.

Voilà maintenant on peut passer au plus important. Je vais te montrer comment on fait notre analyse, il y a 5 grands critères d'investissements qu'on suit et sur 5 grands critères on doit analyser les entreprises chacune les unes après les autres. Si une entreprise ne publie pas assez d'informations, qu'elles soient financières ou non, elle va clairement très vite tomber car les analystes financiers qui la suivent vont rapidement aller poser des questions et l'entreprise risque des ennuis importants. On va regarder d'abord la qualité du management et de la gouvernance. On va regarder aussi l'avantage compétitif du marché, la croissance sous-jacente du marché, cash profitability above de cost of capital, financial leverage adequacy et puis naturellement ça c'est le profil de la société, nous on va le faire comme un traffic light, vert orange rouge. Vert c'est que c'est mieux que la moyenne, orange c'est que c'est dans la moyenne et rouge c'est que il y a vraiment un souci sur ce critère. Donc ça c'est 50% de notre tâche, les autres 50 % ça va se travailler sur la valorisation. Donc on fait un profil et puis on regarde ce que ça vaut donc on connaît à chaque seconde un prix pour une société qui est le current price mais qu'est ce que ça vaut pour nous à un horizon de 12 mois moyen terme et ça c'est faire une valorisation.

Ce qui est vraiment objectif, chiffré c'est growing underlying market, par exemple si on est un retailer on va regarder la croissance dans cette région la croissance des retailers, si on est une boîte internet on va regarder par exemple la croissance de l'online payment etc. donc là c'est vraiment quantitatif. Le solvency ratio c'est aussi quantitatif, on va prendre le balanced sheet et on va l'analyser, c'est purement chiffré. Pour l'avantage compétitif, là on a les deux. On a du qualitatif et du quantitatif. C'est un des critères les plus importants pour notre sélection puisqu'on sait depuis quelques années que les actions qui font le mieux pour l'instant sur le marché surtout depuis la crise c'est qualité-croissance qui marche le mieux plutôt que par exemple momentum-value. Dans un monde de croissance très très basse, ce qu'on va aimer c'est les organisations qui elles-mêmes sont capables de croître plus que le marché de par leurs innovations ou de par leurs économies d'échelles.

Donc vous regardez plus sur le long terme ?

Bah oui et non, c'est vrai que dans notre profile et dans notre valorisation on va regarder ce que l'entreprises va faire sur les années suivantes mais si nous pendant trois mois on est en sous performance par rapport au marché pendant plusieurs mois il va y avoir des alarmes énormes ici ! Notre performance compte quand même, c'est notre stress hein en tant qu'asset

80.

manager. On ne peut pas dire qu'on sous performe pendant 5 ans parce que après on va surperformer, ça n'ira pas.

Au niveau de la qualité du management on regarde la quality churn c'est à dire que c'est clair que si on société fait beaucoup d'acquisitions et que tout le monde il part, c'est un problème. La deuxième chose c'est la stability ; est ce que c'est un management qui a commencé dans l'entreprise et qui a grandi dans cette société et qui fait des choses correctes qui sont dans le business depuis plusieurs années ou est ce que c'est un management qui doit encore tout prouver. C'est purement qualitatif donc on doit vraiment prendre à chaque fois le profil des managers.

Et pour ça vous allez dans la société même ?

Oui oui, enfin c'est aussi dans les rapports annuels, tu vois depuis combien de temps ces gens sont dans l'entreprise, quelles sont leurs expériences. On regarde ça sérieusement

Après on regarde le track record surtout sur acquisition, restructuration et croissance. Donc la on va regarder que les acquisitions des entreprises, est ce que c'est loss making ? les achats doivent contribuer au PNL. En ce qui concerne le restructuring, une entreprise qui est dans un marché très compétitif, c'est clair que en terme de prix, il y a un pressing pressure surtout avec la production en chine. Enfin le track record sur la croissance, est ce qu'ils font mieux que le marché ou pas ?

Au niveau stratégique, on va regarder si c'est un management qui communique beaucoup sur sa stratégie, est ce qu'ils ont un plan, quels sont leurs futurs investissements, qu'est ce qu'ils veulent développer etc. On en parle de ça, donc comme je t'ai dit on va les voir quoi c'est notre métier donc on peut voyager dans le monde entier pour rencontrer le management pour appréhender ce qu'ils vont faire. Est ce qu'ils réalisent aussi ce qu'ils promettent. Donc de nouveau sur ça on fait une estimation plutôt qualitative. Respect of guidance, ; on va regarder les prévisions et voir si ce qu'ils communiquent la dessus est crédible et réalisable et il faut regarder ce qu'ils ont promis et ce qu'ils réalisent. Shareholderfriendly est ce qu'ils font du buyback, est ce qu'ils font des acquisitions qui sont dilutifs etc. un bon mix c'est que tu prévois un dividend, un shareholder buy back c'est ça qu'on regarde. Est ce qu'ils font ça d'une manière saine. Quality and stability of reporting, bah t'as des sociétés mieux que d'autres, par exemple moi je suis spécialiste dans le secteur industriel, tu verras que les suédois ils sont

hyper précis dans ce qu'ils publient, ils vont à la dernière virgule dans chaque division, ils vont une BS particulier par division et puis t'en as qui sont moins bons comme par exemple en France.

Mais comment ça se fait ça ? c'est culturel ou c'est parce qu'il y a des lois qui font ça ?

Les deux honnêtement. C'est les législations et les régulations mais c'est aussi culturel. Mais vraiment j'ai l'impression que par exemple pour les rapports quarter notamment qui sont beaucoup plus complets que d'autres. Parfois aussi t'as des sociétés qui sont spécialistes de tout le temps changer de division, il y en a d'autres qui ont pendant 10 ans les mêmes divisions donc t'as un bon suivi une bonne connaissance de la croissance et des marges des différentes divisions donc ça pour nous c'est vraiment bien quoi c'est signe de bonne gestion

On va regarder aussi le corporate governance qu'on va regarder plutôt du côté sustainable and responsible investment comment une boîte est gérée. On a aussi un framework qui regarde si il y a autant de femmes que d'hommes dans le management, est ce qu'ils ont été condamnés dans le passé pour des questions environnementale, est ce qu'ils ont été condamnés pour des formation de cartel, des choses pareille quoi. Donc ici c'est parfois c'est aussi outsourcer pour la gouvernance. Donc on a des bases de données qui sont livrées par des partenaires qui font ces recherches pour nous. Donc ils vont point par point et ça va jusqu'au payment du management, est ce que c'est dans la moyenne du secteur, est ce que l'ownership est sain est ce que c'est pas un grand actionnaire qui détient 55% des votes et qu'il fait ce qu'il veut. Le deuxième plus qualitatif ce qu'on fait c'est pour regarder l'avantage compétitif de l'entreprise c'est qu'on va regarder la marque de l'entreprise et son image. Ça peut vraiment créer un avantage par rapport à des produits blancs. Service et cost leadership c'est voir si on a un avantage compétitif au niveau des coûts surtout dans les secteurs avec des économies d'échelles comme dans la sidérurgie. Dans certaines économies on parle si tu produis du pétrole, de l'acier etc. ce qui est important c'est de produire le coût le moins cher, il ne s'agit pas d'être innovant, ou je ne sais pas quoi, il faut juste être cost leader et avoir des économies d'échelles donc c'est ça qu'on va regarder aussi sur l'avantage compétitif, est ce qu'ils dépensent beaucoup pour avoir des nouveaux angles d'attaques, marketing, distribution, l'innovation. La dessus on fait surtout un swot analysis un porter analysis. On va regarder l'intensité de la compétition. Il faut faire une analyse de la structure du marché, voir si c'est

82.

concentré ou pas et aussi le comportement des acteurs qui sont sur ce marché. On va regarder aussi les barrières à l'entrée. Parfois c'est très régulier, parfois c'est très mal protégé ça dépend un peu. On regarde aussi l'existence de produit substitués. On va aussi regarder le pouvoir qu'à l'entreprise sur ses fournisseurs et clients. Donc ça c'est toute la Porter analysis. On va aussi regarder les régulations qui agissent sur les entreprises par exemple Vinci qui fait les autoroutes en France est fort régulé évidemment. Les producteurs de tabac ils ont aussi quelques régulations sur le dos, ce sont des secteurs qui sont très très forts régulés. Donc ça c'est vraiment les critères qui sont un peu plus qualitatifs.

Puis on va regarder comment l'entreprise crée de la valeur. Ce qui pour nous crée de la valeur c'est naturellement ce que tu mets dans un modèle fait que ce qui sort a une valeur plus élevée. Le dernier critère c'est financial leverage adequacy. Donc là on va regarder le BS, le net debt to EBITDA level.

Après tout ça on a 50% de notre temps qui va être concentré sur la valorisation. Nous on le fait à base d'un DCF mais il y a aussi d'autres méthodes, on peut faire à base de multiple par rapport au marché ou un sum of the part où on fait division par division surtout pour des entreprises comme Siemens qui font plusieurs choses différentes.

Vous m'avez parlé de framework pour les informations ESG est ce que vous pouvez m'en dire un peu plus ?

Oui mais c'est encore en cours de développement ça parce que nous on va regarder ce qu'on va faire nous même avec l'équipe SRI et ce qui va être livré par des externes. On doit encore décider ce qu'on va faire. ça doit être très concret pour nous parce qu'on ne va pas commencer à nous même regarder à quel niveau ils sont payés etc. Donc je crois qu'on va être beaucoup plus outsourcé. Je pense qu'on va être amené à utiliser GMI qui va « rater » plusieurs aspects ESG que l'on va utiliser. Je peux déjà dire qu'on va chercher à savoir la note globale de l'entreprise et du marché, les droits des actionnaires, les rémunérations, et le comportement de l'entreprise. Donc comme j'ai dit chaque critère est évalué avec un système de feu vert orange ou rouge. Si c'est mieux que la moyenne alors c'est vert, si c'est dans la moyenne alors c'est orange et si il y a un vrai souci sur un critère alors c'est rouge. Une entreprise est verte si sur les 5 critères elle est verte. Si il y a un orange, l'entreprise passe en orange et si il y a un

rouge alors elle pas automatiquement au rouge. Pourquoi c'est important ? parce qu'on applique ça dans les fonds, on ne peut pas investir dans une société qui est rouge, dans une orange oui mais à moindre poids. Une boîte qui est tout à fait verte on va la surpondérer beaucoup plus. Dans une rouge on investi pas parce qu'on sait qu'il y a un souci et qu'à un certain moment ça va nous tomber dessus.

Ca c'est juste un screenshot d'un DCF mais c'est beaucoup plus de données hein c'est un grand fichier excel qui montre comment on fait les estimations. On a donc les Net group sales, les earnings before interest and taxes les dépréciations, les changements de working capital et les investissements et ici t'as un free cash flow. Mais bon pour avoir ça le chiffre ici pur et net il y a quelque chose hein. Donc déjà par division tu dois avoir la croissance organique de cette entreprise dans son marché, voir quels sont les impacts du Forex parce qu'ils sont actifs dans le monde entier. Tu vois avec les grands changements du GBP par exemple avec le Brexit il y a un impact énorme hein par exemple je crois que c'est BNB qui fait 10% de ses ventes en UK et ils ont pas de production la bas, il y a un impact hein si le pound descend de 10% c'est un pourcent de croissance qui est parti sur le groupe juste à cause du Forex. Donc ça il faut aussi prévoir. Si ils font des acquisitions, il faut aussi le prévoir.

Donc on fait le profil financier ainsi qu'une valorisation et à partir de là on commence naturellement à construire de portefeuille.

Peut-être deux petites questions. Vous parliez des providers externes, on les appelle souvent des agences de notation extra-financière, est ce que vous pensez que ça serait intéressant d'avoir une agrégation du secteur ?

Oui je pense mais ce qui est clair c'est que ce que nous on fait dans notre research, les bases de données c'est ou bien in house qu'on a développé nous même. C'est naturellement le rapport annuel de la société même par Bloomberg mais donc ca c'est pour le pur financier. Pour les fournisseurs externes c'est surtout notre équipe SRI. Eux ils utilisent Vigéo, GMI. Nous pour les ESG behaviour pour rendre ça dans nos process on travaille à partir de GMI pour l'instant.

Retranscription interview Goeffroy Goenen datant du 28 juillet 2016

Est ce que vous pouvez vous présenter brièvement ?

Je suis goeffroy Goenen, je suis responsable du département action européenne chez Candriam depuis plus de 5 ans, ça fait 18 ans que je suis dans le groupe Candriam qui était avant dexia asset management. J'ai une formation plutôt originale par rapport à mon poste puisque j'ai fait 6 ans de droit et puis j'ai commencé en salle des marchés chez Dexia banque juste après ça et très rapidement je suis arrivé dans l'asset management et j'ai toujours été investisseur dans les actions. Donc voilà en deux mots mon parcours.

Est ce que vous pouvez un peu présenter la société Candriam ?

Candriam est donc l'ancien Dexia asset management . D'abord l'histoire du groupe Dexia qui a été créé en 97 avec la fusion du crédit communal et crédit école de France. Dans le crédit communal il y avait une section d'asset management qui s'appelait Dexiam. Après cette fusion on a grandi et puis est venu la crise et les déboires du groupe Dexia et donc Dexia asset management a été vendu en 2014 à une entreprise américaine qui s'appelle New-York Life qui est un investisseur qui a des visions très long termes d'investissement. Au niveau des concurrent on est dans la cour des grands sachant qu'on a gagné le titre l'année passée de la meilleure société de gestion en dessous de 100 milliards d'euro. On gère d'ailleurs en fait juste en dessous de 100 milliards d'Euros et on a eu la plus grosse progression. Les concurrents je ne sais pas si je dois vraiment les citer mais ce sont les concurrents américains Fidélity, Blackrock, JP Morgan, tout comme des concurrents européens comme Alliance, Invesco, Jupiter qui sont eux anglais. C'est un marché qui est devenu extrêmement concurrentiel par rapport à il y a 10 ou 15 ans. J'ai en face de moi une centaine de concurrent voir plus ce qui est quand même beaucoup.

Et au niveau des clients ?

Ha bah au niveau des clients notre premier client historique qui est bellfius qui est l'ancien Dexia banque qui est encore aujourd'hui notre plus grand client, depuis pas mal d'années on s'est diversifié vers l'institutionnel dans toute l'Europe, donc on a 95% de nos clients qui sont Europe. L'ambition c'est de devenir un des grands asset manager du monde institutionnel

européen. On va donc passer dans le vif du sujet, par rapport aux investissements qui prennent en compte le non financier, à quel point sont ils importants dans votre entreprise ?

Alors déjà ici il faut entendre qu'est ce qu'on appelle financier et qu'est ce qu'on appelle non-financier. Je t'ai préparé une petite analyse d'une entreprise, bon j'aurais pu prendre n'importe laquelle mais ici c'est Suez et au fait on a des critères qui sont financiers et non financiers qui sont intégrés donc ça c'est important c'est à dire que l'un ne va pas sans l'autre pour moi parce que tout ne peut pas être quantifié et comme tu le dis à juste titre la finance du moins les faits ne sont que le reflet du passé. On est des investisseurs fondamentaux et donc on essaye de réfléchir à la probabilité de succès dans l'avenir. Alors comment est ce qu'on fait ça ? Alors on a différents critères qui ne sont pas nécessairement ESG, il y a d'autres choses non-financières qui n'ont rien à voir avec le ESG comme par exemple la réflexion sur l'avantage compétitif de l'entreprise et donc la compréhension de la structure du marché et de son avantage compétitif par rapport aux autres, sa probabilité à innover, la stratégie de ses managers, etc. Donc ça ce n'est pas de la finance, ce ne sont pas des chiffres. C'est pour cette raison que mon équipe on rencontre énormément de managers que ça soit CEO, CFO, responsables de division, mais également des gens dans l'industrie, des consultants etc. donc il y a toute une partie de compréhension de l'univers de l'entreprise et de son milieu concurrentiel.

Et donc pour comprendre ça vous allez directement dans l'entreprise si je comprends bien. Alors d'abord ça commence par une bonne compréhension du secteur, de bien être au courant de quels sont les grands challenges pour le secteur, d'anticiper les transformations et là clairement les nouvelles régulations du monde ISR/ESG sont importantes mais il n'y pas que ça il y aussi des régulations niveau politique, ce que l'Europe met en place etc. tout le monde réglementaire est important. Donc il y a tout la compréhension de la dynamique d'un secteur est importante et comment l'entreprise a ses qualités intrinsèques. On a une méthodologie nous pour le point de vue avantage compétitif qui est en point 2 (voir feuilles annexes). Il faut aussi savoir qu'on est les seuls en Europe à avoir développé une approche de l'innovation qui crée un avantage compétitif. Donc quand on regarde l'entreprise de manière intrinsèque on va évidemment regarder son produit, son service, son organisation, sa structure de coût etc. pour voir l'avantage compétitif mais on va également regarder sa propension à innover pour rencontrer l'intérêt des clients ou de nouveaux clients. On a développé ça depuis quelques années et d'ailleurs on a un fond qui s'appelle Europe Innovation et qui investi

systematiquement que dans les entreprises européennes qui de par leur innovation créé un avantage compétitif fort. On a des critères fort différents en fonction du secteur.

Donc ici c'est l'être humain qui agit et qui a un rôle très fort pour avoir un rôle de compréhension de l'ensemble et qui à la fin doit avoir un jugement sur l'entreprise.

La qualité du management est également un élément non financier très important qu'on regarde également. Donc tu peux voir ça dans l'analyse sur suez que je t'ai donnée. Nous on a essayé d'objectiver si un management était potentiellement de qualité dans l'avenir parce que le passé nous intéresse pas. Donc on va regarder la stabilité du management, est ce que les responsables ont un faible taux de rotation ? logiquement dans une entreprise privée si oui ça veut dire que les gens veulent rester, ça veut dire que la culture est bonne, que le projet est bon etc. Pour moi ça n'a rien à voir avec la finance, mais c'est super important. On regarde aussi le trade record et on voit qu'il y a des entreprises qui sont très fortes dans les fusions et acquisitions et qui créent de la valeur avec ça alors que d'autres en détruisent. On a aussi la vision stratégique qu'on regarde. On a une bonne connaissance de tous les secteurs et on veut être certain qu'ils vont aller dans la niche dans laquelle nous croyons et qu'ils vont prendre une position forte d'un point de vue concurrentiel. On regarde aussi les communications surtout pour les entreprises cotées. Les investisseurs restent des être humains et perçoivent l'entreprise et son avenir et pourquoi est ce qu'une entreprise se paye avec des primes et des décotes c'est une sorte de perception sur l'avenir, donc le fait de communiquer, de rassurer, de délivrer ce qu'ils ont promis de faire etc. si un manager une fois fait ce qu'il dit puis une autre fois non etc ; il y a une prime de risque qui s'installe. On essaye aussi de regarder la stabilité du reporting et de sa transparence. Donc tout ça c'est au niveau qualité du management

Après il y a la partie ESG a proprement parlé où ce qu'on a ici c'est qu'on a un département indépendant ESR et donc on a des bases de données notamment sur la gouvernance on utilise un provider externe pour ce faire et on va vérifier sur différents points de la gouvernance, ici tu vois hein sur le fichier ce qui est board, ce qui est incentive, emprise et contrôle de l'actionnaire... on va voir s'il y a des soucis et des choses qui scorent moins et si c'est le cas ça va plus nous alerter, donc on n'est plus ici non pas dans une décision d'investir ou de ne pas investir c'est plutôt on regarde l'ESG dans le cadre ici je parle uniquement des fonds qui visent uniquement la rentabilité pour le client, l'ESG est regardé comme un facteur d'opportunité et de risque et donc il doit être intégré dans l'ensemble et donc au niveau management on va

regarder également ceci pour en effet voir que le management soit par exemple aligné avec les actionnaires minoritaires. Je prends l'exemple de sport direct dont le business model est très intelligent mais le manager qui détient l'entreprise à la majorité utilise également l'entreprise a d'autres acquisitions qui ne sont pas toujours en ligne avec les actionnaires minoritaires et la parcours boursier est devenu catastrophique. Donc c'est pas nécessairement mauvais d'avoir un gros actionnaire mais on va vérifier l'alignement avec les autres.

Et comment faites vous pour vérifier cela ?

De nouveau en discutant, quand on investi on rencontre énormément. Après on utilise aussi la communauté financière et les courtiers qui eux rencontrent également les entreprises. Il faut beaucoup d'échanges d'informations pour prendre la meilleure décision c'est très important.

On va regarder aussi la culture sociale de l'entreprise. Est ce qu'il y a des vrais leaders dans l'entreprise avec de vrais projets et pas une culture de la peur par exemple dans la Sillicone Valley l y a des gens qui viendraient travailler pour rien juste parce que ils alignent leur raison de vie avec leur professionnel par exemple. Il y des entreprises qui sont très fortes pour ça. On va aussi regarder le traitement de employés pour évite qu'un jour tout passe en grève surtout dans les pays émergents.

C'est en ensemble de facteur qui vont être intégrés. C'est à dire que pour moi, la communication marché tout comme la manière de trade record en terme d'acquisition pour moi est tout aussi important de voir comment ils traitent leurs employés. C'est un ensemble de critère certains financiers d'autres pas qui a la fin va nous ranker l'entreprise.

Dnoc voilà ca c'est la partie qualité management et le comportement ESG du management, l'avantage compétitif ça je pense que c'st clair avec un angle innovation qui renforce parce que aujourd'hui on est convaincu que si l'entreprise n'innove pas elle va mourir un jour. On regarde aussi le marché donc c'est assez financier mais il y a aussi de l'appréciation humaine aussi, c'est pas juste quantifié, c'est aussi faire un paris sur ce qu'un marché va être demain. Ça peut être un marché qui explose via un changement de régulation, une opportunité qui se créé et le marché explose.

Pour le reste c'est purement financier donc c'est la création de valeur avec des critères financiers qu'on utilise et on a des critères de leverage qui sont donc deux critères un peu plus financier dans ce document.

Le monde de la finance évolue à l'heure actuelle. On a le monde de la finance qui reste dans « j'investi pour avoir du return, du rendement » et là c'est clair que la partie ESG est vue comme des choses à vérifier, à checker, c'est vu comme un risque mais c'est pas le principal. Et là on est dans la finance qui reste pure et dure mais ça n'empêche qu'il y a pas mal d'entreprises qui n'ont pas attendu que l'ESG monte en puissance pour être des boîtes qui grandissent, qui respectent leurs employés, les actionnaires etc. Donc ça c'est le premier côté, après depuis certainement cette crise il y a une accélération avec ce qu'il s'est passé et le traumatisme que ça a laissé au niveau des citoyens mondiaux qui veulent une autre finance et donc on a des clients finaux qui demandent de plus en plus à avoir une responsabilité en terme d'investisseur et aussi très important à peser sur les entreprises c'est à dire « l'engagement » devient très important. C'est à dire qu'on ne va pas juste analyser si une entreprise est bien du point de vue de sa gouvernance par rapport à ses actionnaires, clients, environnementalement bien etc donc ça c'est important mais au delà de ça ce qu'on nous demande également, ce que nos clients nous demandent de plus en plus et dans certains pays c'est encore plus fort qu'ici notamment aux Pays-Bas tous les clients demandent ça c'est de peser sur les entreprises pour les faire changer. D'ailleurs nous on a des fonds traditionnels qui visent du return avant tout on met évidemment des exclusions et choses qu'on accepte pas et on exclu pour le moment en Europe une trentaine d'entreprises qui vont trop loin par exemple Volkswagen. Après on a des fonds vraiment SRI, Best In Class dans lesquels quand on investi dans un secteur on prend uniquement ceux qui ont les meilleurs comportements, on prend peut-être une moitié de secteur et évidemment ça va crescendo ceux qui ne sont pas encore au top c'est là que le rôle d'engagement prend un rôle important.. C'est à dire qu'on a potentiellement les entreprises dans notre portefeuille et donc on peut aller voter, on va communiquer aux entreprises et on va leur dire voilà les standards, ils sont là vous, vous êtes là sur le social ou l'environnement, svp montez ! Et si demain vous voulez qu'on vous aide d'un point de vue capital, et bien il vous faut augmenter vos standards. Il y a des exemples avec notamment Total dont vous n'êtes pas obligé de citer le nom. Total historiquement pour des raisons ISR on investissait pas dans l'entreprise parce que ils avaient beaucoup de cas de controverses sociales etc. Ils ont un jour demandé notre rapport qui est monté en haut de la direction et on ça a eu des impacts sur le groupe Total. Donc le fait d'avoir des investisseurs qui mettent le doigt sur ce qui ne va pas et qui en plus disent nous on investi pas chez vous tant que ça change pas et bien un moment donné ça oblige les entreprises même de cette

taille à réfléchir à ça et comme ça le monde avance. Et ça c'est encore une étape plus loin que de prendre en compte les infos non financière, ici on est proactif en pesant sur les entreprises. Historiquement le monde anglo-saxon est un monde qui votait beaucoup dans les assemblées générales mais uniquement drivé par le return. Les continentaux européens votaient beaucoup moins mais de plus en plus on voit qu'il y a un engouement pour peser, pour voter, pour dire clairement non à certaines pratiques. Le monde est entrain d'évoluer plus vite que d'autres notamment la hollande comme je vous ai dit ou l'investissement est devenu extrêmement ISR mais les fonds de pensions hollandais on des règles énormes en terme d'investissement c'est à dire qu'ils ne vont pas investir si un grand nombre de règles ESG ne sont pas suivies -.

Et ce sont des règles qu'ils se fixent eux-mêmes ou ce sont des règles fixées par un régulateur ?

Bah dans les fonds de pension privé c'est vraiment dans la culture d'avoir une finance la plus responsable. Je pense vraiment qu'il y a eu beaucoup de traumatismes aussi avec la crise au Pays-Bas tout autant qu'en Belgique mais ils sont allés beaucoup plus vite et beaucoup plus loin pour aller vers une finance très responsable

Et vous pensez que en Belgique, comme on est un peu un retard, il faudrait un régulateur qui pousse dans ce sens ?

La seule chose ici c'est qu'on arrive vite à quelque chose qui tient de l'ordre moral qu'autre chose et donc un régulateur quand il s'agit de quelque chose qu'il peut justifier et objectiver ça va, mais quand ça devient plus de l'ordre moral, faire de gardes fou et harmoniser ... je pense déjà que même en Europe on arrive déjà pas à harmoniser les niveau de taxes d'un état à un autre. Mais quoi qu'il en soit au niveau européen il y a des régulations mais déjà même au niveau des nations unies avec les PRI qui ont maintenant dix ans et on arrive à un nouveau stade et on a signé ce principes depuis longtemps et donc on s'oblige à respecter ces principes depuis longtemps et au niveau européen ça avance aussi pour avoir des directives qui demandent plus de cohésion mais c'est compliqué comme on touche à l'ordre moral, les cultures sont très différentes d'un pays à l'autre et ça on le voit c'est compliqué mais ça avance parce que derrière il y a les clients qui sont des êtres humains qui ont été traumatisé et qui veulent autre chose que ce qui était présenté auparavant du moins en Europe parce que

90.

l'Europe est clairement un pionnier sur ce qui concerne les responsabilités point de vue social et environnemental.

Si vous pouviez aussi me parler un peu de la valorisation des entreprises et le rôle joué par les infos non-financières.

Alors la valorisation, donc ceci dans le document que je vous ai donné ce sont nos critères avec l'innovation dont je vous ai parlé mais qui n'est pas repris dans la note. Après nous c'est plutôt notre décision d'investissement à moyen et long terme basé sur ces critères. Si on est convaincu par tous ces critères on va avoir tendance à aller dans cette entreprise. Donc on joue avec un système de couleur ; vert orange rouge qui correspondent à complètement convaincu, moyenne, clairement convaincu que c'est pas top. Ca c'est nos gardes fous, ces 5 critères là plus l'innovation ce sont des critères qui nous garantissent la performance à long terme.

Après il y a la question de la valorisation, toute entreprise on la valorise alors évidemment t'as fait ça à l'unif tu sais sans doute comment on fait une DCF et un DDM mais comment est ce qu'on tient compte du non financier, je pense qu'il y a deux choses ; 1 notre perception de l'avenir bon parce qu'on a le financier mais ce qu'on fait nous on discount l'avenir et pas le passé donc les chiffres vont uniquement nous servir à dire tiens qu'est ce qu'on prévoit et donc il y a d'abord une appréciation de la personne qu'est l'analyste par rapport évidemment à la communauté financière qui a un consensus, nous on va être plus haut ou plus bas sur certains points sur les revenus, sur les marges etc. Ca c'est donc une chose, ça c'est plus les hypothèses qu'on met dans notre modèle de valorisation pour l'avenir. La deuxième chose c'est notre perception du risque, et évidemment comme on discount, le discount rate dépend du risque free plus de la prime de risque et qui elle même dépend du beta. Plus un Beta est élevé, plus la prime de risque est élevée. Donc la seule chose c'est qu'ici il y a une perception de l'entreprise et donc de son beta. C'est clair qu'on va regarder des faits hein en terme de beta, on va déjà voir la volatilité de son cours de bourse, mais on va le corriger sur la perception du risque sur le business model et donc c'est un peu l'appréciation qu'on voit ici dans le document que je t'ai donné hein, qui va rentrer en ligne de compte. On va regarder la volatilité du titre donc, la partie liquidité qui va être aussi regardée mais là on est plus dans le financier, quoique ... mais en fait c'est simplement dans le cadre d'un investisseur on va donner un discount sur si quelque chose est moins liquide si on a un souci on sait pas en sortir,

boum discount, si quelque chose a des choses plus volatiles, ca vaut moins donc discount, chaque fois ce sont des choses qui sont discountées, la partie diversification va aussi être importante. C'est à dire qu'on va aimer les entreprises qui sont plutot globale dans 50 pays avec beaucoup de produits. Mais tout ca c'est aussi de l'expérience et la connaissance du terrain de l'entreprise et de son secteur qui va faire qu'on a une marge d'appréciation sur la partie beta qui va se faire et qui va faire qu'un analyste va être plus prudent dans ses hypothèses. Donc il y a pas de sciences exactes dans la valorisation, nous on regarde 800 entreprises dans l'Europe, on essaye d'avoir une base ou clairement on a des hypothèses commune sur la croissance mondiale, sur le taux sans risque, sur la prime de risque qu'on met à tout le monde, la ou ça bouge ça vient des hypothèses que chacun va mettre mais on les regarde à plusieurs pour voir si ça fait du sens et puis après il y a l'appréciation humaine basée sur l'expérience qui va être sur ce que j'ai dit, ça va être sur la partie hypothèse.

Il y a aussi des maisons, pas chez moi, mais il y a des assets managers, comme Robeco ou j'ai lu une note récente sur l'intégration des facteurs ESG dans la valorisation. Je trouve ça personnellement dangereux.

Pourquoi ?

Parce que bon ça peut être une réussite mais à la condition que ça soit fait pas avec un poids trop prépondérant parce que comme je l'essaye de l'expliquer ici, ESG c'est une petite partie de tout un ensemble au niveau création de valeur de l'entreprise, mettre trop de poids la dessus dans la valorisation c'est mettre trop peu de poids sur autre chose qui est tout autant si pas encore plus créateur de valeur donc il faut un bon équilibre la dedans. Par contre ce qui peut être un fait, ce qu'il se passe pour le moment dans le marché qui n'a rien à voir avec le monde ESG ISR c'est le fait qu'avec des taux qui sont à 0 pour les bonds allemands à 10 ans ce qui fait que qu'on a une prime de risque gigantesque en Europe si on intègre ça dans les modèles. Faut savoir que nous on discount toujours à du 7% en moyenne alors que le marché est à 0 et ce qu'il se passe depuis 2 ou 3 ans c'est que la prime de risque est entrain de se réduire sur une partie du marché qui est tout ce qui est low beta. Donc aujourd'hui ce qu'il se passe c'est que le marché est entrain d'acheter des actions mais une partie des actions comme du Rakkit, de l'univeler etc. parce que c'est tellement stable et les CF sont en croissance mais stable dans le temps que la probabilité de récupérer sa mise dans quelques années est très grande. Donc l'arbitrage se fait entre ce qui est low beta le moins risqué du marché mais qui

est créateur de valeur et le crédit. Donc ceci on le voit. Ce qu'on pourra peut-être voir un jour c'est que si on pousse le bouchon plus loin, c'est que le marché achète de plus en plus ce qui est vraiment best in class au niveau ISR et à ce moment là évidemment si les flux vont là, on a un impact sur le cours de bourse et donc on aura des langues qui vont commencer à venir avec des théories sur la variation après coup. Ça a des impacts parce que les marchés vont voir les courbes qui montent. On y est pas encore mais potentiellement... et donc à ce moment là peut-être que Robeco aura été très intelligent de dire que moi je valorise plus donc je réduis ma prime de risque et je valorise plus cher ces parties de marchés qui sont les meilleurs dans la partie ISR. Est ce que ça va se produire, difficile à dire mais c'est une lame de fond mais il y a d'autres lames en même temps. Et donc il y en a qui font ça et qui augmentent ou réduisent le beta selon que le comportement ESG des entreprises sont parmi les meilleurs ou les pires.

Tantôt vous parliez d'entreprise de notation extra-financière, apparemment vous n'avez pas recours à ce type d'agence puisque vous avez votre propre équipe.

Ha d'un point de vue ESG, non financier au fait nous ici on a des équipes mais comme on couvre le monde on sait pas tout couvrir et il est clair qu'on a surtout au niveau de la gouvernance des providers externes. Ce ne sont pas des agences comme Moddys etc. qui font ça mais d'autres entreprises indépendantes qui travaillent uniquement au niveau ESG. Mais agence c'est déjà un grand nom parce que est ce qu'elles ont déjà toute la crédibilité parce que faut savoir que c'est un monde qui est beaucoup plus morcelé et comme il est plus de l'ordre moral on va dire, certains vont donner plus d'impacts à ce qui est par exemple low carbon, d'autres vont dire qu'ils vont donner autant d'impact à ce qui est socialement responsable etc. et au fait même d'un client à un autre ça varie. Ce qui est plus simple quand on note financièrement une entreprise c'est que on regarde le business model, le compte de résultat et le bilan et vous dites voilà le risque. C'est assez mathématique après il y a l'appréciation mais elle reste assez limitée. Ici quand on compare les rankings de ces entreprises privées que vous appelez agence qui viennent donner un service de conseil dans ce qui est ESG différent beaucoup.

Vous pensez qu'un jour un de ces providers se retirera du lot ou que le marché va rester assez morcelé ?

Ho il y en a de plus en plus mais par exemple on voit que les grands de la finance essayent de s'accaparer ça comme MSCI ou Morning star qui ne viennent pas du tout du monde ISR quoi. Et eux maintenant ils veulent aussi faire des conseils sur les fonds d'un point de vue ISR alors en quoi ils ont une crédibilité pour ce faire ils ont leur méthodologie la seule chose c'est qu'ils sont tellement incontournable dans le monde de la finance que tous les clients les connaissent et qu'ils partent déjà avec un gros avantage. Après est-ce qu'il n'y aura pas une question d'indépendance entre l'ISR et le financier. Et puis ils mettent leur méthodologie il faut encore ce que le client veut. On peut être mal ranker chez Morning star et répondre exactement à ce que veut le client parce que Morning star met plus l'accent sur le carbone et que le client veut plus de RSE. Et donc à moins qu'un jour on aille vers des classements qui sont beaucoup plus spécialisés et qu'on ait pas mal de critères et le client choisira ce qu'il a envie et on aura donc quelque chose à la carte et c'est ce qui va arriver et savoir qui gagnera demain dans ce monde là. Aujourd'hui il n'y a personne qui ressort comme un gagnant établi. Dans les prochaines années c'est que c'est quelque chose qui va encore énormément évoluer dans les prochaines années et dans les prochaines décennies mais ce qui est clair c'est ça avance et qu'on ne peut pas aujourd'hui faire fi de regarder quels sont les comportements de l'entreprise qui sont confidentiels.

Vous parliez tantôt de vos analystes, vous me disiez qu'ils parlaient beaucoup, je suppose aussi qu'ils utilisent leur rapport, moi dans mon mémoire j'ai une partie qui se rapproche des reportings fait par les entreprises qui concerne les informations non-financières. Il y a pour le moment des cadres conceptuels qui sont entrain de se créer avec des standardisations des informations non-financières à développer, qu'en pensez vous ?

Bah ce qui est clair c'est que d'un point de vue information financière on a sauf vraiment dans les smalls cap on a beaucoup et puis il y a une couverture également de la communauté financière qui est très large sur justement les capacités financières futures. Pour l'information non financière on a beaucoup de différences d'une entreprise à l'autre dans ce qui est fourni comme informatio et souvent les entreprises et surtout les plus entrepreneuriales donc les très bonnes entreprises d'une taille jusque moins de 10 milliard de market cap qui sont extrêmement innovante ne passent pas trop de temps dans le blabla. Après ça n'empêche qu'il faut un minimum et c'est clair que d'avoir des choses plus standardisées serait mieux pour tout le monde, mon équipe au niveau ISR est une équipe qui n'a pas toujours

l'information qu'elle a besoin et donc elle doit vraiment chercher et trouver et interroger donc on va les déranger et c'est clair que d'avoir des choses beaucoup plus standardisées etc. avoir des gardes fous c'est intéressant. Après aujourd'hui les entreprises avancent mais c'est clair qu'elles ne sont pas toutes au même niveau et c'est clair qu'une gigantesque multinationale qui pèse des milliards a plus les moyens qu'une entreprise qui elle ne va pas aller payer des dizaines de millions pour développer des data etc. clairement il y a une synergie à avoir. Il y a clairement beaucoup d'entreprises qui n'ont rien à cacher que du contraire qui sont même des exemples mais qui ont peu d'informations non-financières parce qu'elles n'ont pas les moyens ou en tout cas elles sont focus sur autre chose et qu'elles ne sont pas organisées pour ça ou du moins pas encore.

Retranscription interview Sophie Cabie datant du 28 juillet 2016

Est ce que vous utilisez des agences de notation et si oui comment les utilisez vous ?

On les utilise presque comme n'importe quelle source d'info. C'est à dire que nous aujourd'hui on utilise MSCI qui intègre GMI. On utilise aussi Vigéo et Ethics pour la partie Energie. Donc eux ils vont fournir des opinions etc. Ce qu'il se passe chez nous c'est que les providers on importe toutes leurs données et ça va nous permettre en gros d'enlever les pires mais comme eux ils ont surtout une vision stakeholder et chez nous c'est qu'une partie de l'analyse parce que nous pour sélectionner les entreprises on va développer deux approches. Une approche qu'on appelle micro et une approche qu'on appelle macro. L'approche Macro elle va regarder le business model de l'entreprise, ses produits, la ou elle est implantée etc. ses clients principaux et elle va regarder ça à travers les filtres des grands enjeux développement durable que sont les changements climatiques, tout ce qui est diminution drastique des ressources, évolution démographique, économie en voie de développement, problématique santé et tout ce qu'on appelle interconnectivité qui est relatif aux mouvements à la fois des personnes mais aussi des biens et des services. Donc concrètement je suis en plein dans un secteur qui est construction asie pacifique là par exemple en ce moment. Pour ça nous on le fait nous et on utilise pas les données des providers à priori par exemple une boîte de construction qui est

hyper liée au secteur oil and gaz elle va recevoir une plus mauvaise note sur l'aspect climat change qu'une société qui construit des maisons individuelles à haute efficacité énergétique. Pour la partie micro on fait appel aux providers. La partie micro c'est tout ce qui est stakeholder approche donc comportement des sociétés par rapport à leurs employés, à l'environnement c'est les piliers classiques quoi avec aussi les investisseurs etc. là on charge leurs données et pour avoir une première vision on compare à notre vision macro et on regarde un peu comment les sociétés se placent. Eux ils regardent beaucoup de thématique et nous on choisit pour chaque secteur de se concentrer sur les thématiques qu'on considère comme essentielles donc ça va nous permettre de nous reposer sur les providers pour des thèmes qu'on estime moins pertinents, nous par contre ce qu'on va influencer comme score c'est pour les thèmes considérés comme plus pertinents. Les relations qu'on a avec ces agences là ça dépend beaucoup des secteurs parce qu'on trouve qu'il y a une hétérogénéité en terme de qualité d'analyse selon les secteurs. Tout ce qui est gros secteur fortement représenté dans les indices comme Energie Banque etc. c'est plutôt des bons rapports, dès qu'on va dans des secteurs faiblement représentés comme commercial services, enfin des petits secteurs quoi on a assez déçu de la qualité des rapports de ces providers là. Je pense que de leur côté il y a un souci d'efficacité, ils vont se concentrer sur les entreprises les plus demandées forcément et un peu moins sur les autres, là où il faut plus creuser, plus aller à la recherche de l'info sur l'entreprise parce qu'elle communique moins forcément donc du coup il y a un effet taille qui joue forcément. Donc comment on utilise on importe leur score, on les combine aux poids que nous on donne aux différentes thématiques et puis on voit ce que ça donne puis on influence les scores en contactant les entreprises sur les points qui nous paraissent importants et puis on a d'autres sources de données, on a des moteurs de recherche qui nous montrent les news tous les jours, on a les rapports industriels par exemple si on compare des entreprises de transport ferroviaire on va regarder les rapports que publient chaque pays sur l'efficacité du service etc. ce sont donc des sources extérieures. On peut aussi contacter les syndicats ou des groupes de franchisés par exemple pour le secteur hotel restaurant. Donc c'est une des sources d'information, elle est importante mais c'est pas la seule.

On leur demande aussi de plus en plus de fournir des données brutes aussi parce que ils fournissent une analyse et c'est parfois difficile pour nous de voir ce qu'il y a derrière. Donc de plus en plus on leur demande de donner les indicateurs bruts, la raw data.

96.

Tous ces providers là ils sont multiples, vous pensez pas que ça serait bien que ça s'aggrève quelque peu ?

Bah il y en a quand même de moins en moins ?

Et bien pensez vous que ça va dans le bon sens ou non ?

On aime pas trop avoir tous les œufs dans le même panier. On avait par exemple GMI et MSCI, maintenant que GMI est dans MSCI ça nous pose question

Pourquoi ?

Parce que on aime bien avoir plusieurs opinions. Le travail de l'analyse c'est d'équilibrer et de se faire sa propre opinion sur base de plusieurs informations qu'il arrive à glaner un peu partout. Moi si j'ai trois provider qui ont la même vision je suis rassuré. Si j'en ai qu'un bah ça me pose question parce que j'aime bien moi avoir des providers qui n'ont pas la même opinion parce que ça permet de creuser, de voir les différences d'approche et ça rend le truc un peu plus intéressant et que tout n'est pas blanc et noir dans une analyse ESG que du contraire il y a beaucoup de gris. En indicateurs financier c'est plus simple, ça roule plus, c'est déjà beaucoup plus connu dans le marché et nous on a beaucoup de choses ou on doit un peu créer les indicateurs qu'on va utiliser, voir ce qui nous semble le plus pertinent donc c'est vraiment une approche différente. C'est donc pour revenir à la question c'est intéressant de voir des différences d'approches entre provider, moi j'ai un peu peur que tout ça en se regroupant tous heeee... Bah MSCI nous avait déjà fait le coup il y a quelques années, c'est à dire que ils ont réduit leur analyse c'est à dire que il y a quelques années il regardaient toutes les thématiques puis il rentrait pas dans leur frais et donc ils ont réduit le nombre de thématique qu'ils allaient faire systématiquement sur l'ensemble des entreprises. Nous ça nous arrangeait pas forcément vu que nous l'objectif c'est qu'on se base sur ceux qui nous semble les moins pertinents sur les providers alors si eux même ne commencent plus à couvrir ça devient difficile quoi. Là ils commencent à en rerajouter parce que je pense qu'on est plusieurs à avoir protesté mais eux ils cherchent aussi à rentabiliser hein parce que ça demande beaucoup de temps enfin Vigéo je sais pas si il a atteint l'équilibre hein parce que moi j'ai l'impression que depuis qu'il a été créer il cherche à atteindre l'équilibre quoi. Donc ils cherchent à rentabiliser le process en interne et moi j'ai peur qu'on aille de plus en plus

vers des interprétations automatiques par des machines qui traitent les données sans réflexion derrière et ouais moi ça m'embête.

Retranscription interview Valérie Swaen datant du 29 juin 2016

J'ai vu que vous faisiez partie d'un jury qui décerne des récompenses pour les meilleurs rapport non-financier en Belgique, sur quoi vous basez vous pour remettre ce prix ?

On reçoit de la part des organisateurs un document qui explique l'ensemble des critères qu'on doit prendre en compte qui sont eux-mêmes inspirés des lignes directrices du GRI. Ça va du contexte à la matérialité en passant par la qualité des indicateurs en terme de situation dans le temps, comparaison à la concurrence, intégration des parties prenantes etc. Donc il y a pas mal de critères pour lesquels on nous donne une grille de notation chaque critère reçoit un pourcentage dans notre note globale à laquelle on peut ajouter un appréciation globale qualitative en disant pourquoi même si peut être toutes les notes sont positives on trouve que ce n'est pas un bon rapport ou inversement. Ensuite tout ça est discuté en session avec l'ensemble des évaluateurs et puis il y a des moyennes qui sont calculées etc. et on regarde lesquels sont les meilleurs et puis il y a un deuxième tour ou on réévalue sur les mêmes critères. Et donc c'est basé sur la dernière version du GRI 4.

J'ai lu aussi que pour le moment la tendance était aux integrated reportings.

Bah on pense que c'est la tendance mais il y a très peu aujourd'hui d'entreprises qui font des IR... Il y a en fait trois catégories de rapport en lien avec l'extra-financier ; il y a les rapports indépendants comme les CSR report ou on ne parle que des indicateurs extra-financiers, on a ce qu'on appelle les integrated reports qui sont à l'autre extrême qui serait vraiment un rapport intégré qui ferait le lien entre ces indicateurs financiers et extra-financiers et la valeur de l'entreprise, pour moi il n'y a quasi aucune entreprise qui a ce genre de rapport aujourd'hui, tout le monde tend vers ça en tout cas c'est ce qu'on dit. Par contre beaucoup d'entreprises vont vers ce qu'on appelle des rapports combinés c'est à dire des rapports dans lesquels on met à la fois dans un même rapport des infos financières et non-financières mais pas forcément très intégrées c'est à dire intégré c'est dans le sens où tout apparaît sur le même

ped, les prises de décision ne sont pas mises d'un côté et de l'autre en fonction de la nature de l'info. On montre en quoi les investissements sociaux et environnementaux contribuent à la valeur de l'organisation et donc il n'y a pas beaucoup d'entreprises aujourd'hui qui peuvent dire qu'elles font un RI.

Et vous pensez que dans le futur il y en aura de plus en plus ?

Bah c'est compliqué et c'est pas forcément l'appannagé c'est à dire que je pense que comme vous dites il y a beaucoup d'observateurs qui le demandent en disant il ne faut pas séparer les choses parce qu'on est à côté de la plaque en disant qu'on a d'un côté l'extra financier et de l'autre le financier. D'un autre côté le financier est beaucoup plus standardisé que le non-financier donc c'est compliqué de vraiment intégrer les deux je pense.

Et vous pensez que c'est possible de standardiser l'information non-financière ?

Oui par exemple le GRI standardise déjà pas mal les indicateurs extra-financier mais il n'y pas vraiment encore une standardisation au niveau des rapports intégrés par contre donc on reste sur des indicateurs financiers et des indicateurs non-financiers qui sont mis dans un même rapport c'est pas vraiment l'intégration auquel le IIRC voudrait arriver. Maintenant il y a quand même une question à se poser c'est est ce que c'est une bonne chose d'intégrer ? Parce que déjà pas grand monde lit les rapports de développement durable, mais qui va aller lire un rapport intégré ? Les rapports annuels sont lus par les financiers, par les actionnaires, par les personnes qui ont un intérêt financier dans l'organisation. Les rapports extra-financiers sont essentiellement lus par des activistes, par des ONG, par des profs, des étudiants. C'est très rare des consommateurs qui vont lire des rapports de développement durable des entreprises dont ils achètent les produits. Et donc si on va vers des rapports intégrés ça devient clairement très indigeste, je pense qu'on va avoir alors des rapports très longs, très dur à comprendre et finalement qui ne serviront pas vraiment d'outil de communication

Pourtant ce n'est pas ce que l'IIRC dit, eux ils veulent justement un rapport concis et unique ?

Oui c'est vrai c'est ce qu'ils veulent mais c'est difficile selon moi. Le problème c'est qu'un rapport est encore vu comme je raconte tout ce que je fais pour un petit peu rassurer tout le monde, je fais plein de chose. Et même dans ce prix hein l'award dont on parlait, il y a quand même toujours un souci, vous comparez des rapports qui font parfois 10 pages à des rapports

qui en font 200. Forcément nous comme on est les évaluateurs on les lit de A à Z et forcément vous avez plus d'infos dans un rapport qui fait 150 pages donc oui ils sont plus complets, oui ils vont plus vous dire comment ils intègrent les stakeholders, oui ils parlent plus de la matérialité donc on peut se dire que techniquement ils sont meilleurs. Oui mais 150 pages, qui va aller lire ça sérieux, qui va prendre le temps ? On passe à côté de l'objectif d'informer, de donner l'information puisque personne ne la lit. Donc à la fois on donne des prix sur base des ces critères là et ce sont souvent vous pouvez regarder sur le site des rapports très sophistiqués etc. mais in fine est ce que c'est vraiment ça le bon rapport ? Est ce que c'est vraiment le truc à suivre d'avoir un rapport qui fait 1000 pages. Mais je pense qu'on ne peut pas faire des aussi bon rapports en plus court et c'est aussi facile de critiquer des rapports plus court parce que forcément il manque des choses, forcément on survole certains sujets et on ne peut pas tout justifier et donc c'est ça qui est compliqué dans le rapport intégré, c'est que vous avez les exigences des rapports annuels qui sont obligatoires par la loi et très standardisées, à côté on a les aspects extra-financiers ou si on les intègre c'est forcément qu'on pense que c'est important et on veut bien expliquer et montrer le lien, mais in fine faire ça en 20 pages quand on est un grand groupe c'est pas réalisable selon moi.

Donc pour moi à l'heure actuelle il y a très peu de rapport intégrés même si certaines disent faire des rapports intégrés ce sont uniquement des rapports combinés.

Retranscription interview Bruno Bandella datant du 12 juillet 2016

Est ce que vous pouvez vous présenter brièvement ?

Donc Bruno Bandella, 28 ans, je travaille chez Degroof-Petercam en corporate finance donc banquier d'affaire, j'ai fait mes études à la Solvay Brussels School en ingénieur de gestion, diplômé en 2011. J'ai commencé après chez PWC 3 ans en audit dans tout ce qui est financial services. En septembre 2014 j'ai rejoint Degroof en corporate finance et ça fait maintenant 2 ans et on est devenu Petercam-Degroof depuis octobre 2015.

Est ce que vous pouvez également présenter un peu l'entreprise ?

Degroof Petercam c'est 1400 employés, principalement en Belgique et Luxembourg mais aussi France Hollande Espagne donc c'est une groupe Europe de l'ouest. 4 métiers principaux le plus gros étant banque privée donc gestion de fortune donc pour des clients fortunés, deuxième activité c'est la gestion de fortune aussi mais pour des clients institutionnels donc des fonds de pension, des compagnies d'assurance ou même des petites banques. Troisième activité c'est la banque d'affaire donc investment banking, c'est là où je travaille dans la partie corporate finance. Là ce qu'on fait concrètement c'est qu'on est vraiment conseillé aux entreprises et aux actionnaires. On peut scinder notre métier aussi en 4 parties ; fusion-acquisition ; le marché des capitaux ou equity capital market donc là on va avoir les IPO, les levers de fonds etc. ; debt capital market qui est la même chose mais pour le marché des dettes et pas des actions et donc des émissions obligataires. Pour ces deux capital market on est vraiment dans le conseil, quelles sont les phases nécessaires à arriver au bout donc c'est aussi du project management pour gérer le projet au mieux et aussi de l'intermédiation financière donc on est conseillé de l'émetteur et on va le mettre en contact avec des investisseurs, on a un carnet d'adresse d'investisseurs qu'on connaît bien et à nous de convaincre ceux-ci d'investisseur dans tel ou tel produit que ce soit des actions ou de la dette ; le quatrième est advisory qui est plus large : il y a des sociétés parfois qui sont familiales et non cotées qui veulent savoir une fois par an combien leur société vaut pour éventuellement créer une fenêtre de micro liquidité, là on a plutôt la casquette d'indépendant. On intervient aussi comme expert indépendant dans des transactions boursières par exemple quand quelqu'un fait une OPA sur une boîte, les administrateurs indépendants de la cible ont besoin aussi d'un avis indépendant pour juger si le caractère de l'offre qu'ils ont reçu est suffisant ou pas donc là on va émettre une opinion d'équité.

Au début on est amené à bosser sur tous les créneaux. Moi typiquement j'ai déjà fait une émission obligataire, j'suis entrain de faire des dossiers fusion-acquisitions, j'ai fait des dossiers de valorisations d'entreprise familiales donc on touche un peu à tout mais au plus on monte au plus on demande une certaine spécialisation. Mais on est pas scindé aussi fort que ça, même le top management est amené à faire des dossiers par ci par là qui ne sont pas leur spécialisation.

Le dernier métier est asset services et ça c'est basé au Luxembourg et c'est tout ce qui est gestion de fond au niveau comptable au niveau investissement et reporting aussi et donc nous on gère un peu tout le back-office et donc c'est un service aux investisseurs.

Quels sont les concurrents directs ou indirects ?

Bah je vais surtout parler en corporate finance, on va surtout être en concurrence avec les départements corporate finance des grandes banques belges comme ING, BNP, Belfius etc. Même si nous on est plus actif sur le mid-market donc c'est des entreprises pas types PME mais on ne va pas non plus sur tous les gros deals genre avec AB-Inbev, ça c'est pas notre métier même si c'est de la fusion acquisition, c'est pour les plus grosses banques comme Jp-morgan. Sinon il y a des plus petites boutiques aussi comme Léonardo qui a été racheté par Rodchill, Lazards, les Big 4 qui ont aussi des départements de transaction.

Comment prenez vous en compte les infos non-financières dans vos investissements ?

Précision importante, en corporate finance nous on va être conseillé, on ne va pas investir de l'argent de la banque directement mais par contre c'est clair qu'on est amené à gérer des transactions et à être intermédiaire entre les deux et bien entendu que l'information extra-financière va jouer un rôle dans la valorisation.

J'avais réfléchi et les grands éléments que je pouvais identifier c'est peut-être premièrement les produits la stratégie ou le positionnement de l'entreprise dans son marché. C'est de l'information non financière ; est ce que c'est du high hand ou low-hand, est ce qu'elle couvre tous les besoins de ses consommateurs, toutes des questions un peu comme ça et ça ça va avoir un impact dans la valorisation parce que généralement quand on va valoriser une société qui n'est pas cotée en bourse, une des premières choses qu'on va faire c'est essayer de trouver des comparables de cette société qui eux sont cotés en bourse. Pour ça on va devoir bien comprendre toutes ces informations non financières de la société à valoriser ; ses produits, ses stratégies, ou est ce qu'elle est active, dans quel marché etc. pour pouvoir trouver les meilleures comparables parce qu'on veut essayer de matcher le plus de critères possibles. Tout ça va permettre de déduire plusieurs informations comme le Beta d'une entreprise qui va permettre via la formule de CAPM de déterminer un cost of equity qui lui servira dans la valorisation donc clairement ça ça va jouer un rôle. Sinon on va déterminer les multiples de valorisation en trouvant des sociétés comparables et qui vont après impacter la valorisation. Un deuxième impact c'est qu'il y a des investisseurs qui ont des critères d'investissements, et certains sont des critères non financier tels que des investissements écologique ou

environmental friendly. Pour ça ils vont regarder les rapports extra-financiers même si bon souvent ils ne les lisent pas complètement. Donc ça clairement on le ressent et finalement ça crée une demande. Quand il y a des investisseurs qui ont ces critères là, nous on va essayer de se positionner sur des mandats de projets par exemple dans le renouvelable qui peuvent avoir un aspect environnemental.

Vous parlez de valorisation d'entreprises telle qu'elle, pour la revente etc. Comment est ce que vous vous êtes amenés à valoriser de l'information non financière au sein d'une entreprise ?

Je pense qu'on ne va pas faire de différence. C'est pas comme si il y a la valeur de l'entreprise et qu'on peut la scinder en valorisation sur base des chiffres et valorisation sur base non-financière. Les deux sont liés. Typiquement comme je le disais si une société a un bon produit et une bonne stratégie, ça va se refléter dans son business plan et elle sera capable d'atteindre une certaine rentabilité donc finalement tous ces éléments là vont sous tendre un peu les chiffres et sont déjà refléter en partie. D'un autre côté il y a ce critère d'investissement qui dit moi j'investis que dans des choses environnementales, là ça va plutôt être un type de box donc là ça va pas influencer la valorisation directement c'est juste que cet investisseur ne va pas investir quand dans certains types d'investissement maintenant est ce que ça va influencer la valorisation, c'est dur à dire. C'est surtout une question d'offre et demande, si il y a beaucoup de demande pour ce type d'investissement, la valorisation sera d'autant plus élevée. Un autre élément qui me vient à l'esprit dans mon métier pour l'information non financière c'est que typiquement ce qu'il se passe dans un processus de MNA c'est qu'on va faire un information memorandum qui décrit la société, son histoire, ses produits, son positionnement, son cadre réglementaire etc. On donne aussi un business plan. Sur base de ça ils vont soumettre une offre non liante, c'est pour dire ok qui est intéressé et à quelle prix donc ils vont déjà se prononcer sur la valorisation mais c'est encore avec des conditions et la condition c'est ; si on retient certains candidats qui ont fait une offre non liante, ils auront accès alors à une data room et ils vont pouvoir faire un travail de due diligence, c'est pas simplement une due diligence financière, on va regarder tout un tas d'infos non financières mais qui ne sont pas publiques telles que ses contrats, ses permis, ses clauses juridiques etc. tout ça ça va évidemment jouer sur la valorisation. Ça montre bien que c'est une info non-financière qui va amener une notion de probabilité avec quel est le risque qu'une clause se matérialise et donc on va en tenir compte dans la valorisation via des décotes avec une valorisation si tout va bien et une décote

liée aux risques dont on parle. Mais ces décotes, il n'y a pas de règles, c'est purement du jugement, ça va être du bon sens quoi.

Vous parliez d'investisseurs qui veulent se placer dans des investissements ecological friendly, c'est assez large comme thème, que pouvez vous trouver comme indicateur qui va vous dire que cette entreprise là correspond à ce que mon investisseur souhaite. Sur quoi vous basez vous ?

Généralement nous on va plutôt partir du dossier qu'on a si on est à l'avant donc si on doit mettre un dossier sur le marché à la vente on va regarder les caractéristiques du dossier et puis on va aller éplucher nos bases de données mais aussi les sites web de tous les investisseurs. Généralement les sites web c'est plutôt pour des private equity qui eux détaillent leur critères d'investissements et donc là on va essayer de trouver des choses qui fit dans ces critères. Maintenant il est clair que des fois, si on sait qu'il y a une demande pour ce type de critères, on va aussi monter des fonds par exemple d'Énergie verte, on a récolté quelques dizaines de millions d'euro, on a mis un gestionnaire et celui-ci les gère pour investir dans des parcs éoliens par exemple etc. donc c'est aussi à nous de trouver quels sont les critères là ou il y a beaucoup de demande et apporter une offre à ça. Évidemment à côté de ça, ça a une valeur d'image aussi pour nous. C'est un peu un win-win quoi. On répond à une demande, on répond à un problème de société et en même temps ça améliore l'image de l'entreprise. Par contre c'est très dur à valoriser cette image, quel impact ça peut avoir... de nouveau on va plutôt finalement regarder, même si c'est à la base un élément non financier, on va quand même regarder les éléments financiers et quel cash flow ça va pouvoir générer pour finalement mettre un prix mais c'est clair que plus il y a de demandes sur un projet, plus les niveaux de valorisation vont être élevés donc les cash flow financiers vont restés les mêmes mais par contre s'il y a de la demande sur un projet de taux de discount va peut-être être un peu plus bas ce qui va venir augmenter la valeur de la société quoi.

Vous parliez de fonds verts, vous me dites comme si vous aviez choisi ça de manière autonome, est ce qu'il y a des règles la dessus, est ce que certaines banques sont obligées de la faire ou pas du tout ?

C'est une bonne question, j'ai malheureusement pas travaillé sur le dossier donc je vais répondre à titre personnel. Selon moi c'est plus une opportunité de marché, on a vu qu'il y

avait beaucoup d'investisseurs à la demande dans ce type de dossier et donc on s'est dit ; pourquoi pas monter ce type de fond. On a fait ce dossier avec TTR qui avait l'expertise technique dans ce genre de projet et nous on est plus là comme partenaire financier pour la gestion financière du fond.

Est ce que selon vous les reportings intégrés c'est réalisable pour toutes les entreprises ou pas ?

Je pense qu'il y a clairement une question de taille ici, clairement les entreprises non cotées qui ont une petite taille n'auront pas les ressources pour faire ça. On voit déjà qu'elles ont toujours du mal rien qu'à publier leurs comptes annuels formats banque annuel belge. Elles n'ont pas les ressources, elles sont plutôt orientées business et le reporting pour elle c'est plutôt une épine dans leur pied. Donc ça va plus s'adresser à des sociétés cotées.

Pour moi aussi mon sentiment c'est qu'il y a sans doute une grosse différence entre secteur. Il y a des secteurs auxquels ça peut très bien s'appliquer et d'autres un peu moins. Typiquement si je devais l'appliquer à mon business de banquier d'affaire ça serait délicat. On ne produit rien, on n'a pas d'usine, on ne rejette pas trop de CO2, même chose pour des boites comme PWC, Deloitte etc. ça a peu de valeur je pense en tout cas ça a moins de valeur qu'une entreprise qui a un risque d'impacter l'environnement comme shell total etc. là c'est intéressant de savoir les accidents qu'ils ont eu, le budget qu'ils allouent à la prévention et à la remédiation à la pollution, mais clairement pour eux ça peut avoir plus d'influence. Ça leur permettrait d'être plus transparent et de rassurer les investisseurs sur leur business et que le risque d'impact à la société et à l'environnement est limité. Ça peut montrer qu'ils font des efforts, qu'ils essayent de payer leurs travailleurs de manière adéquate etc. Donc typiquement pour ces entreprises manufacturières, chimiques, de transport, ça a beaucoup de sens.

Et est ça peut être intéressant pour l'investisseur ?

Oui plus pour être rassuré sur des éventuels problèmes.

Et vous ça vous aiderait dans votre travail de tous les jours ?

Bah c'est clair que si on fait une opération MNA ou même de capital market on doit à chaque fois présenter la cible qu'on essaye de vendre et donc au plus on est transparent et au plus on peut montrer des choses sur l'entreprise, ça va créer un climat de confiance dans la transaction et ça va peut-être amené certains investisseurs à investir alors qu'ils ne l'auraient

pas fait si ce climat de confiance n'était pas là. Des fois c'est aussi ça l'aspect psychologique. Même si une partie de ces informations là, si elle n'est pas disponible publiquement, nous on va essayer d'aller la chercher. On va aller questionner le management et ça a eux des rassembler l'infos et de la présenter sous une forme convenable. Les investisseurs aussi posent toute une série de question et ils font une due diligence donc ils vont l'obtenir mais de manière privée. Ça faciliterait donc le transit d'infos maintenant tout ça a un cout évidemment. Il faut que l'économie qui résulte de ce reporting soit plus grande que le cout de chaque année.

La dernière partie concerne maintenant les informations non-financières. Voilà les informations financières pour les sociétés cotées elles doivent être auditées, ce n'est pas le cas pour ces infos non-financières. Est ce que vous pensez qu'il serait bon d'avoir des audits pour ce type d'infos ?

Ca peut être intéressant mais selon moi c'est très dur à mettre en pratique parce que de nouveau entre secteurs, on va sans doute avoir une information non financière qui sera très différente. Donc on pourrait peut-être imaginé un secteur critique ou l'infos non-financière est très importante, là on peut peut-être définir un framework de reporting et la quelqu'un pourrait vérifier si ce dernier est respecté.

Maintenant je peux vous donner une exemple concret, il y a un nouveau concept d'obligation qui est entrain de se développer qui s'appelle le green bond. C'est simplement l'émission d'une obligation sauf que les fonds qui sont levés via cette obligation doivent être alloués à un projet qui répond à certains critères. Il y a un organisme qui s'appelle Vigeo et qui met son tampon pour dire que ok voilà la projet pour lequel les fonds vont être utilisés répond aux critère du green bond. Je sais que c'est quelque chose qui prend vraiment de l'ampleur en ce moment. C'est un exemple d'organisme qui essaye de se démarquer mais c'est pas facile, pour l'instant c'est des organismes qui essayent de jouer sur leur notoriété, ils sont en concurrence donc est ce que ça a vraiment du sens ? Pour moi il faudrait avoir un tout gros pour que justement ça fonctionne mieux.

Donc ca serait bien d'avoir un grosse entreprise telle que celles des big 4, qui puissent auditer les infos non financères des entreprises ?

Oui mais bon, on parlait du cout du reporting, le cout de la certification vient encore s'ajouter au cout du reporting et est ce qu'avec l'addition des ces deux couts, la société arrive finalement a en tirer un bénéfice, est ce que ça facilite la vie, est ce que les gens quand ils voient une certification telle ils pourront dorimir les yeux fermés et gagner du temps, c'est difficile à estimer comme économie.

Retranscription interview Jordi Lessaffer datant du 4 juillet 2016

Pouvez vous vous introduire ?

Mon nom est Jordi Lessaffer, je suis chercheur ici a Vigeo-Iris Belgium. Je travaille ici depuis 11 ans je suis responsable du management des personnes qui travaillent ici dans nos bureaux à Bruxelles et je m'occupe également du management des recherches pour une partie des équipes présentes ici. Nous travaillons sur différents secteurs comme l'industrie chimique, les mines et métaux, les produits de la foret et le papier.

Qu'est ce que vous avez étudié ?

J'ai étudié les sciences politiques et j'ai fait un master un développement d'entreprise et développement durable.

Quel est votre parcours professionnel ?

Pour mon premier job j'ai travaillé 3 ans au Venezuela dans le secteur micro-financier et dans l'économie sociale. Après ces 3 ans j'ai bossé pendant 2 ans dans le network d'entreprises d'économie sociale et après pendant 2 ans au gouvernement fédéral belge aussi dans un département d'économie sociale. Et puis j'ai commencé chez Vigéo.

Donc ça a toujours été dans la même direction du développement durable et CSR.

Si c'est le cas, dans quelle mesure êtes vous amené à valoriser des entreprises.

Le core-business de Vigeo est bien sur le rating des entreprises listées. Nous évaluons également des plus petites entreprises mais ca reste minoritaire, le core business concerne vraiment les entreprises cotées c'est d'ailleurs pour cette raison que nous ne suivons pas

beaucoup d'entreprises belges. Pour le moment nous notons approximativement 5000 entreprises européenne, américaine ou asiatiques principalement mais nous avons également commencé dans les entreprises de marchés émergents comme la Colombie, la Chine, le Brésil, l'Afrique du Sud...

Nous nous concentrons sur les indicateurs non-financiers de ces entreprises. Donc pour chaque entreprise nous évaluons 6 domaines ; la gouvernance d'entreprise, environnement, community involvement, les ressources humaines, les droits de l'homme, et le comportement de l'entreprise. Dans tous ces différents domaines, nous avons des sous-domaines. Pour donner un exemple dans le comportement de l'entreprise nous avons les relations avec les fournisseurs comme par exemple si une entreprise intègre des facteurs sociaux et environnementaux dans sa chaîne de fournisseurs, si l'entreprise a une politique d'anti-corruption, de lobbying responsable, des politiques pour les clients qui touchent la safety des produits etc. Le même pour le domaine environnement, on a des sous-domaine comme l'eau, l'énergie, les émissions qui touchent les changements climatiques, les gaspillages etc. Tous ces topics dépendent en fait également des secteurs étudiés et on étudie toujours les entreprises du secteur comparables à celle en question. Par exemple si on étudie une compagnie minière, on va la comparer à d'autres entreprises minières dans le secteur. On se focalise alors sur problème spécifique par exemple si on étudie un entreprise du secteur bancaire, l'utilisation de l'eau ne sera pas vraiment pertinent donc pour les banques nous ne passerons pas notre temps à évaluer ce critère. On se concentre donc sur des éléments clés pour le secteur.

Et comment évaluez-vous ces indicateurs ?

Tout ce qu'on évalue est basé sur des informations publiquement disponible, donc on check notamment tous les sites de toutes les entreprises étudiées. On ne va jamais sur place, ça serait trop difficile, on doit étudier 5000 entreprises donc ... On check également les rapports CSR, les rapports annuels, les codes de conduites qui sont accessibles depuis les sites internet. De plus nous envoyons à toutes ces entreprises des questionnaires détaillés. On pose donc des questions détaillées sur les six domaines dont on a parlé. Certaines entreprises répondent et donc c'est beaucoup plus simple parce qu'une partie de des réponses que nous intégrons alors pour la cotation. Pour celles qui ne répondent pas, nous devons regarder comme nous

le faisons d'habitude dans les rapports annuels, dans les rapports CSR, et sur les sites internet. Normalement la plupart de l'information se trouve sur les sites internet des entreprises.

Avez vous une idée du pourcentage de réponse à vos questionnaires ?

C'est toujours une minorité qui répondent. Ça dépend notamment du pays dans lequel se situe l'entreprise. Les entreprises belges et françaises sont plus coopératives peut-être aussi parce que Vigéo est une entreprise française et que nous sommes fort présent en Belgique. En règle générale, en Europe nous avons plus de réponse qu'aux USA et les entreprises asiatiques sont encore moins bonnes pour le taux de réponse.

En général, on peut dire que environs 10% des entreprises répondent vraiment de manière détaillée à nos questionnaires. Donc la base est et reste quand même les données accessibles sur les sites internet. Même si ces questionnaires sont importants, pour être honnête la plupart des entreprises publient beaucoup d'information sur le site internet et on les trouve également là quoi. C'est sûr que si l'entreprise répond c'est plus simple, on ne doit pas à chercher, et rassembler certaines parties pour arriver à avoir une information. C'est aussi certain que si l'entreprise répond en détail à nos questions et qu'on a plus d'information, ils auront par définition un meilleur score parce que si nous n'avons pas d'info et que nous la trouvons pas sur internet, alors nous donnons un score moins bon donc ils sont un peu comme punis par le manque d'informations divulguées. C'est donc une question de transparence également.

Avez vous également une idée de la manière avec laquelle il serait possible d'augmenter ce pourcentage ?

Ca déjà augmenté malgré que ça soit encore faible. Il y a 10 ou même 5 ans c'était encore plus bas. En questionnant chaque année les entreprises, parfois les entreprises se plaignent en disant qu'elles ont des scores faibles et donc on les mets devant le fait qu'elles n'ont pas répondu et ça permet de les faire répondre pour les années suivantes parce qu'elles prennent conscience que c'est relativement important pour elles de répondre. Chaque année nous envoyons un mail en disant que c'est important de répondre. Donc c'est de mieux en mieux mais c'est un processus lent. Mais je répète pour certaines entreprises ce n'est pas vraiment problématique surtout les plus grandes parce qu'elles ont déjà des reprotings CSR très important donc on peut trouver pas mal de choses sur leur site.

Pouvez vous maintenant présenter quelque peu Vigéo ?

C'est une entreprise assez jeune. Au départ c'est une entreprise française, ils ont commencé en 2002 et donc ils ont fusionnés avec d'autres entreprises pour grandir. En 2005 ils reprennent ces bureaux à Bruxelles ou c'était l'entreprise Stock at Stake. Quelques années plus tard ils ont repris Avenci en Italie. Entre temps aussi on a commencé à développer des bureaux à Casa Blanca, en 2010 nous avons aussi ouvert des bureaux à Londres et maintenant au début de cette année nous avons fusionné avec IRIS qui était avant notre principal concurrent d'Angleterre qui était une autre grosse agence de notation. Nous avons aussi ouvert des bureaux au Chili, à Boston aussi et Montréal.

Quels sont vos principaux concurrents ?

Il y a aujourd'hui dans le monde une trentaine de concurrents. Je pense que c'est Sustainalytics et aussi MSCI. Avant c'était sans aucun doute IRIS mais maintenant que nous avons fusionné. Et il est vrai que maintenant même les agences de notation financière elles-mêmes ont commencé à intégrer des concepts ESG dans leurs analyses et recherches et donc elles sont partiellement des concurrents.

Qui sont vos clients et pourquoi vous demandent-ils des services ?

La plupart de nos clients sont des institutions financières donc la plupart des plus grosses banques européennes, les fonds de pensions, les investisseurs institutionnels, wealth funds qui veulent investir dans ce qui s'appellent les fonds sustainable et des produits sustainables. Mais aussi de plus en plus pour des investissements « mainstream » ou ils veulent prendre en compte des facteurs non-financiers parce qu'ils sont de plus en plus conscient de certains facteurs de risques qu'il faut prendre en considération. Un bon exemple est le changement climatique qui est devenu un problème important. Il y a 10 ans, personne du monde financier considérait ça comme un facteur important, on disait que c'était quelque chose pour les hippies écolos mais maintenant avec toutes les législations et les taxes carbone et les négociations mondiales, les entreprises doivent réduire leur émissions ou elles payent des taxes plus importantes. Donc maintenant les investisseurs prennent cela vraiment comme un coût pour le business et donc ça devient une information très importante pour l'investisseur. Nous avons aussi dans l'industrie du pétrole ce que nous appelons le carbon bubble. Beaucoup

110.

d'investisseurs pensent que ce qui est en dessous du sol ne pourra pas être exploité dans les années futures à cause des législations.

Comment définissez-vous un investissement sustainable ?

Prendre en compte dans vos décisions d'investissements des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance et la transparence à propos de comment vous définissez ces facteurs et comment vous les avez choisis. C'est une définition assez générique mais si vous demandez ça à 10 clients différents, ils vous répondront de 10 manières différentes parce que certains se focalisent plus sur les aspects environnementaux, d'autres sur les aspects sociaux etc. Certains investisseurs utilisent des critères d'exclusions c'est à dire qu'ils n'investissent pas si tel ou tel critère est rencontré comme des entreprises qui sont dans le nucléaire ou qui créent des armes etc. Donc eux se focalisent sur certains points spécifiques. Alors que d'autres investisseurs se focalisent sur une performance ISG de l'entreprise beaucoup plus holistique. Donc ils achètent nos profils complets et ils sélectionnent dans leur univers d'investissement toutes les entreprises qui sont au dessus d'un certain score en terme de performance CSR.

Pouvez vous m'en dire un peu plus sur les législations et les lois qui concernent les problèmes environnementaux, sociaux et de gouvernance ?

C'est surtout des lois qui concernent les exigences de reporting. Je pense que le meilleur exemple est la France. De fait toutes les entreprises listées du CAC40 doivent reporter dans des rapports CSR ou de manière intégrée à leur rapport annuel, des indicateurs qui concernent l'environnement, la société et la gouvernance. C'est aussi un mouvement que l'on voit au niveau européen avec la commission européenne, ça fait déjà quelques années qu'ils en parlent. Toutes les entreprises actives en Europe qui ont plus de 500 salariés vont devoir reporter certains indicateurs de base et s'ils ne le font pas, ils doivent expliquer pourquoi.

Et en Belgique ?

Non en Belgique ce n'est pas encore tellement avancé. Ils sont plus concentrés sur la gouvernance d'entreprise avec leur code Leupens qui dit que certaines entreprises doivent rapporter sur certains points qui concernent la gouvernance d'entreprise comme la composition du board, l'indépendance du board, les rémunérations. Mais il n'y a pas d'obligation pour aucune entreprise en Belgique de réaliser des reporting de soutenabilité. Ça

va bientôt arriver avec l'Europe et les entreprises belges vont devoir en réaliser. Je dois dire que les entreprises belges ne sont pas les meilleures en termes de rapport de soutenabilité mais ce ne sont pas non plus les plus mauvais. Ils sont même un peu au dessus de la moyenne en Europe.

Pensez vous qu'on puisse améliorer ces législations ?

Bah ca peut toujours être mieux. Le gros problème qui reste c'est qu'il n'existe toujours pas de reporting framework préétabli. Donc les entreprises peuvent toujours rapporter de la manière avec laquelle elles veulent. Ce n'est pas comme dans le monde financier ou il y a vraiment des standards financiers bien établis que les entreprises suivent. Il y a là un framework défini alors que dans les rapports de soutenabilité ca n'existe toujours pas même si il y a des initiatives comme le global reporting initiative et ça pour analyser nous aimons vraiment bien parce que c'est assez structuré, on a une overview, des indicateurs clairs etc. donc ca pourrait être bien d'avoir des standards pour les rapports de soutenabilité. Ca pourrait être plus simple pour nous et pour les investisseurs aussi, ca leur permettrait de pouvoir comparer plus facilement les données et d'avoir une vue hélicoptère. A l'heure actuelle on a des entreprises qui ont des rapports CSR qui font 300 pages avec des photos d'enfants mais à la fin quand on regarde à l'info concrète contenue la dedans on se rend compte que soit il n'y a rien soit il faut vraiment chercher quoi. En soit je suis sûr qu'on peut arriver à des rapports de 50 pages avec de l'infos condensée sous forme d'indicateurs. Il y a aussi une autre tendance que l'on voit actuellement et on considère ça comme une bonne pratique c'est qu'on passe de rapports de soutenabilité séparé à des rapports intégrés. Donc les entreprises intègrent ces information ISG dans leur rapport annuel. Donc dans leur rapport annuel, ils ont une section ou ils intègrent des indicateurs CSR. Nous pensons que c'est une bonne pratique parce qu'avec ça on se rend compte que les éléments non financiers ne sont pas séparés des éléments financiers et qu'ils font réellement partie du core business de l'entreprise, de la stratégie et de plus on peut plus facilement voir les liens avec les indicateurs financiers de l'entreprise. Par exemple dans la partie risque de l'entreprise, ils commencent de plus en plus à intégrer des éléments non financiers comme des CSR risque. Et avec ça on peut parfois plus facilement faire le lien entre les performances financières et on voit vraiment que ces risques non financiers au départ font partie intégrante de l'entreprise et de sa stratégie.

Pensez vous que ces rapports intégrés sont utiles pour augmenter la valeur d'une entreprise ?

Je dirais que oui, parce que de plus en plus se sentent concernés par le lien avec les performances financières ça devient une information nécessaire pour les investisseurs. En terme de performance, il y a beaucoup d'étude et de statistiques qui comparent sur les marchés boursiers les entreprises qui publient beaucoup sur leur performance CSR et sur celles qui ne le font pas et ce qu'on voit en général c'est que les performances sont relativement les mêmes, dans certains cas elles ont des performances qui sont meilleures que celles qui n'intègrent pas les données CSR et le dernier point c'est que les entreprises qui rapportent des indicateurs CSR ne sont pas sous performantes. Donc au moins une entreprise qui a investi beaucoup dans les CSR, elles ne sont pas financièrement sous performantes. Elles restent au moins au même niveau ou vont plus loin. Ça dépend aussi du secteur. Je pense que c'est vrai de dire que avec les changements climatiques de plus en plus d'entreprises se focalisent sur les problèmes environnementaux et avec ça ils ont le potentiel d'avoir plus de return financier ou des chances de grandir. Quand on voit par exemple le marché des voitures électriques, on voit que même Volkswagen, Audi, BMW etc. C'est une indication que ça devient important pour ce business particulier de se tourner vers ces solutions vertes pour améliorer leur performance financière autrement ils peuvent disparaître sur le long terme. Même chose pour les entreprises pétrolières, on constate qu'elle se tourne vers d'autres solutions que le pétrole parce que d'ici quelques années ça pourrait être un problème important.

Pensez vous que ces integrated reporting peuvent être améliorés ?

Ici aussi on constate que ces reportings ne sont pas encore standardisés, c'est le même problème qu'avant mais je pense vraiment qu'avec le temps, par définition ça sera fait. Je pense qu'il y aura un effet boule de neige, de plus en plus d'entreprises vont publier ça et donc le législateur va de plus en plus s'y intéresser et les investisseurs vont de plus en plus demander cela ou cela comme information et donc un moment je pense qu'on pourra arriver à une vraie structure.

Que pensez vous des audits

On le fait déjà en fait. Chez Vigeo on a en fait deux départements, on a le rating département dont je vous ai parlé, dans ce cas ci les entreprises que l'ont rate ne sont pas des clients, les

clients sont les investisseurs. On a aussi un département audit, fort présent à Paris et là les clients sont les entreprises elles-mêmes. Les entreprises de fait demandent pour des audits, par exemple elles veulent savoir le profil général CSR, ou comment réaliser leur supplychain en Asie etc. Et donc dans ce cas les auditeurs vont visiter les entreprises et reste quelques jours ou quelques semaines dans l'entreprise et ils rencontrent pas mal de personnes et réalisent alors un rapport d'audit. Celui ci va être utilisé par ces société ou pour améliorer leur process afin d'avoir une meilleure performance ou ils l'utilisent aussi parfois comme une communication si évidemment le résultat final est bon. Il y a pas mal d'entreprises qui demandent ce genre d'audit c'est vraiment un business en plein boum quoi.

Pensez vous qu'il serait bon de rendre ces audits obligatoires pour certaines entreprises / secteurs ?

Obliger les entreprises ça serait peut-être un peu difficile. Aujourd'hui parfois ça arrive que l'entreprise soit obligée mais c'est quand elle rencontre de gros problèmes où ils sont obligés de montrer ce qu'il s'est vraiment passé. Pour avoir un label de qualité aussi il faut subir un audit de ce type. Pour être honnête c'est une question difficile, je pense que ça dépend un peu. Je pense pas qu'à ce niveau ça soit nécessaire, les concepts CSR et les reportings, ce n'est pas encore vraiment poussés assez que pour obliger des audits. Peut-être plus tard ca serait bien de penser à ça. Ca dépend aussi de l'utilisation que l'on voudrait faire de cet audit parce que je pense que si c'est pour améliorer l'entreprise de l'intérieur c'est mieux je pense que ça vienne de l'initiative de l'entreprise. Pour ce qui concerne les contrôles faits par des agents extérieurs sur les données publiées par l'entreprise, c'est déjà quelque chose qui est fait également. Ca se fait même de plus en plus, c'est quelque chose qui comment vraiment à être dans l'air du temps. Les informations financières sont comme vous le savez toujours confirmées par une tierce personne comme KPMG etc. Ces audits de contrôle sont donc faits de plus en plus parce que de plus en plus d'entreprises de nos jours reçoivent des statements d'auditeurs comme quoi les données ont été vérifiées. Ce n'est pas une obligation et sur ce point de contrôle je pense que ça devrait être une obligation. Bien entendu si il font le contrôle ils ne vont pas aussi loin que nous on va, ils font juste des checks pour vérifier les données, leur variabilité, leur vraisemblance, comment les données ont été collectées, ils font certains interviews mais ces auditeurs ne vont pas vraiment en profondeur comme nous le faisons quand une entreprise nous demande un audit sur leurs performances environnementales par

exemple. C'est plutôt une vérification des données délivrée par l'entreprise. Sur ce point de contrôle je suis d'accord je pense que ça devrait être obligatoire comme pour les informations purement financières. Autrement et c'est ce qu'on voit, les entreprises disent « voici nos émissions » et nous on ne sait absolument pas comment ça a été récolté ou composé, tout le monde peut écrire ça. Dans ce sens en effet je pense que ça devrait aussi être une obligation d'avoir un audit externe obligatoire sur ces données mais on voit que de plus en plus c'est réalisé. On voit de plus en plus de rapports qui sont vérifiés par un tiers parti. Ça augmente bien entendu la valeur de l'information. De plus en plus même on constate que ceux qui vérifient les informations financières sont également ceux qui vérifient l'info financière de l'entreprise. Parfois c'est des audits spécifiques pour ISG mais donc comme je viens de le dire on voit que les big 4 vérifient également ce type d'information. C'est donc clairement dans la tendance mais ça serait vraiment bien que ça soit obligatoires pour nous assurer nous qu'on peut faire confiance aux données.

Au niveau de la valorisation pure et dure des informations non financières, pouvez vous nous donner votre avis ? Notamment concernant l'IIRC et son IR ?

Je pense que partiellement c'est possible de véritablement valoriser de l'information non-financière mais je pense que ça sera difficile pour tous les indicateurs. Par exemple maintenant pour certains indicateurs environnementaux on peut parfois le faire par exemple avec les émissions dans l'environnement de carbone qui est réglementé et où on peut échanger ces émissions contre de l'argent etc. donc là on peut vraiment mettre une valeur. Par contre pour ce qui concerne les aspects sociaux je pense que c'est un peu plus compliqué. Les aspects qui touchent les droits des hommes et la business behaviour sont plus compliqués je pense à vraiment mettre une valeur dessus, de savoir combien ça va coûter à l'entreprise si elle ne fait pas cela ou cela. On ne peut pas négliger que certaines données restent et resteront qualitatives donc mettre une valeur dessus c'est vraiment compliqué et on ne peut souvent qu'approximer.

Retranscription interview hélène Soyer datant du 4 juillet 2016

Est ce que vous pouvez quelque peu vous présenter ?

Je m'appelle Hélène Soyer, j'ai étudié les sciences politiques en France et je suis arrivé en Belgique il y a 11 ans pour faire un stage à la commission européenne à la DG industrie dans l'unité industrie forestière. Puis j'ai travaillé deux ans pour une ONG qui représente les chasseurs européens et les questions de conservation de la nature et biodiversité. Après j'ai travaillé encore deux ans pour une petite consultance européenne encore une fois sur les questions de projet européen liés à la conservation de la nature et de l'eau notamment. Et puis j'ai trouvé ce poste il y a 5 ans chez Vigéo. Je travaille ici sur tout ce qui est ressource de base comme les mines, les forêts. Donc des secteurs avec un fort impact environnemental et je suis aussi responsable du secteur chimique.

Est ce que vous pouvez présenter un peu Vigéo ?

Ca a été créé il y a une dizaine d'année par Nicole Dotat. Nous venons de fusionner avec IRIS donc là on est en plein processus de changement Je crois qu'il y a une centaine de collaborateurs, le siège est basé à Paris. Ici en Belgique on est la plus petite équipe, on est une dizaine d'analystes plus deux commerciaux. Sinon on est à Casablanc, Milan, Londres, Chili. Bref il y en a un peu partout. Sinon dans Vigéo il y a Vigéo rating ou on fait de la notation extra financière puis il y a un « top-rise » ou ils font aussi des audits principalement. Eux ils font des missions de vérification de qualité par exemple pour les green bonds etc. Ils font un peu plus de choses à la demande du client qui sont des entreprises mais en général c'est principalement des audits. Il n'y a pas vraiment de lien entre le département rating et le département entreprise.

Qui sont vos principaux clients ? Comment les aidez vous ?

Nos clients c'est principalement les banques, les assets managers. Ils ont plusieurs demandes hein, d'une part ils reçoivent nos fichiers avec toutes les notes des entreprises. Je pense qu'il y a différents services aussi. Soit on a quelque chose de très complet où on a à la fois les fichiers excels avec toutes les notes des entreprises, on a aussi des profils qui vont bien dans le détail sur l'analyse qualitative, soit on veut juste simplement les notes globales ou par domaine. Les contrats se négocient à la demande du client.

Mais bon le gros pilier ça reste les notes, après l'analyse qualitative et puis après on a aussi des clients, surtout en France, qui demandent des équi-review. Ils vont prendre le portefeuille d'un client et ils vont analyser juste pour ce client là et ce portefeuille là, la note globale du portefeuille à partir de nos notations pour chaque entreprise. En Belgique ici on fait aussi beaucoup de portfolio screening ; c'est tout ce qui est analyse des controverses. Donc en fait une notation ça va être ce que l'entreprise rapporte dans ses rapports annuels ou rapports de développement durable et puis à coté de ça il y a toute la partie qui concerne ce que les stakeholders eux rapportent sur l'attitude et le comportement de l'entreprise. Nous on a aussi des outils la dessus.

Les gens qui utilisent l'information extra financière ils l'utilisent de différentes manières ; soit ils l'utilisent en plus d'une notation financière ce qui est souvent le cas. Soit ils vont avoir une position où ils excluent toutes les entreprises par exemples qui sont impliquées dans le nucléaire ou qui font de l'alcool etc. donc ça c'est vraiment des choix d'investissements. Soit ils vont avoir une attitude d'engagement. Donc ça c'est à dire que les actionnaires donc les investisseurs analysent comment se comportent leur entreprise et si on voit qu'il y a des problèmes notamment au niveau des controverses comme par exemple une entreprise qui fait des pesticides donc certains sont interdits en Europe continuent à le vendre et les mettre sur le marché dans des pays en voie de développement en supposant que la bas il y a moins de sécurité la bas donc on peut avoir un impact plus dangereux , cette entreprise s'est retrouvée avec beaucoup d'associations qui disaient que ce n'était pas normale et qu'il fallait arrêter et surtout des actionnaires qui eux aussi se posaient des questions et à demander à son board et tout simplement réagir et surtout faire réagir sur ce sujet. On appelle ça l'engagement, ils s'engagent vraiment en tant qu'actionnaires sur certains sujets. D'autres clients-investisseurs prennent aussi les best-classe c'est à dire les meilleurs par secteur. D'autres encore excluent sur certaines controverses, on fonction de sa sévérité, du sujet comme certains excluent sur des controverses de droit de l'homme ou environnement etc. Donc voilà on a un peu des produits mainstream mais qu'on peut toujours un peu manipuler pour répondre à la demande des clients.

Comment évaluez vous l'information extra financière ? Quelle est la trame ?

On part toujours de textes opposables. C'est à dire des recommandations, des textes internationaux par exemple pour tout ce qui est capital humain, on va partir des textes de

l'organisation mondiale des droits du travail sur la liberté de s'associer et collectiv bargaining je sais plus comment on dit en français. On part donc de ça et ensuite c'est décliné en plusieurs enjeux principaux, en plusieurs critères qu'on appelle des sustainability drivers qui vont en fait guider la durabilité ou pas de l'entreprise. Et donc on va avoir un critère par exemple sur la liberté d'expression en droit de l'homme. Ces critères sont donc rassemblés en domaines ; environnement, droit de l'homme, ressources humaines, comportement sur les marchés, gouvernance dans l'entreprise, développement local.

Donc voilà on part de ça, on a en fait 38 critères en tout. Pour chaque secteur on analyse pas tous les critères, ça serait trop long. Ce qu'on fait c'est que pour chaque critère et chaque secteur on va voir la nature de ce critère, est ce que c'est quelque chose d'essentiel. Là on regarde donc la nature même, l'essence même de l'enjeu. Par exemple on va considérer pour tout ce qui est environnement, utilisation de l'énergie on va considérer que c'est enjeu crucial parce que ça a des impacts irréversibles sur l'environnement. Donc la nature de l'enjeu est à son maximum. On a des degrés qui vont de 1 à 3. 1 c'est un impact esthétique et qui ne va pas durer très longtemps, 2 ça pose un problème sérieux mais c'est pas quelque chose d'irréversible et 3 c'est quelque chose qu'on ne peut vraiment plus changer et on considère aujourd'hui que le changement climatique par exemple lié fortement à l'utilisation de l'énergie c'est quelque chose d'irréversible. Donc c'est quelque chose d'important dans son essence même. Bon ça a aussi c'est des choix hein, de toute manière ça reste des sciences humaines et donc par définition non exactes mais on considère que tous les enjeux des droits de l'homme ont une nature à 3 automatiquement. Donc les 38 critères ont donc une nature qui va de 1 à 3. Ensuite pour chaque secteur, on regarde l'exposition du secteur et de l'entreprise à ce type de risque. Pour continuer dans notre exemple, est ce que le secteur chimie est fort exposé aux risques de consommation de l'énergie ? oui comparativement au secteur de l'hôtellerie, le secteur chimie c'est un des secteurs qui utilisent le plus d'énergie. Donc là c'est pareil, on a encore une échelle de 1 à 3 et 3 c'est de nouveau la maximum, c'est les secteurs qui utilisent le plus d'énergie. Pour les questions de droits de l'homme on va aussi regarder si le secteur est très exposé, par exemple le secteur mine on sait qu'il y a une forte probabilité de violation de droits de l'homme. Donc on regarde l'exposition du secteur de l'entreprise à ce type de risque là. Donc là c'est toujours pour le secteur, on est pas encore dans l'entreprise et sa notation. Ici c'est pour déterminer quels critères on va analyser pour ce secteur là puisqu'on analyse jamais les 38 critères. Enfin on regarde quel type de risque ça

implique pour l'entreprise. Est ce que ce sont des risques de réputation, au niveau de l'efficacité opérationnelles etc. et plus il y a de risques qui rentrent en jeu, plus le poids du risque va être aussi élevé et donc après ces différents pondérations on va avoir un poids pour ce critère, dans ce secteur. C'est donc la nature même de l'enjeu, l'exposition du secteur de l'entreprise à ce type d'enjeu et les risques que ça impliquent pour l'entreprise et tout ça ça donne un poids. Donc si le poids est à on peut décider de ne pas activer ce critère là. Mais là on n'est pas encore dans l'entreprise hein. En général on analyse au final entre 15 et 20 critères pour une entreprise. Donc on va faire 15-20 analyses sur ces critères là parce que on s'est rendu compte au préalable que ce secteur dans lequel l'entreprise étudiée est plus exposé à ce type de risque et que d'ordre général c'est un sujet particulièrement important. Après certains clients, considère que tel enjeu est plus important que tel enjeu donc ils peuvent changer les poids mais ça c'est à eux de voir quoi. Puis ensuite voilà on commence la notation et là on va noter sous 3 angles d'approches. On va regarder quelles sont les politiques que l'entreprises. On va en fait regarder l'engagement, les moyens et les résultats. Donc voilà on va regarder quels sont les objectifs que l'entreprise se donne sur tel sujet, ensuite quels sont les moyens qu'elle met en œuvre pour atteindre ces objectifs et puis on regarde les résultats on mesure l'efficacité de l'engagement.

Mais comment vous regardez les résultats ?

Les résultats, les entreprises, la plupart elles publient des indicateurs. Par exemple sur l'énergie elles vont publier leur consommation d'énergie chaque année. Nous on rapporte ça à leur chiffre d'affaire ou à leur production et puis on voit l'évolution, on voit s'ils ont consommé plus ou moins d'énergie rapportée au chiffre d'affaire et à la production. Donc une entreprise qui ne publie rien elle n'aura pas un bon score parce qu'elle manque de transparence.

Donc vous vous basez uniquement sur l'infos publiées par les entreprises ?

Non on fait aussi un questionnaire. Si l'entreprise nous répond, on intègre leur réponse dans nos analyses. Les entreprises européennes ont tendance à être plus transparentes que les autres. Je sais pas trop dire pourquoi, je pense que c'est culturel. Puis bon c'est assez récent donc ça a déjà évolué. On remarque déjà que entre il y a 10 ans et aujourd'hui il y a beaucoup

plus d'infos données par les entreprises. Pour les résultats, on intègre des informations données par les stakeholders donc par exemple ça va être les syndicats ou la presse etc.

Imaginons que vous trouviez une critique dans la presse, comment est ce que vous intégrez ça dans la notation ?

Comme je disais, dans la partie résultat il y a une partie dédiée à la controverse. Donc on va dire que cette entreprise fait l'objet de critiques sur tel sujet. On évalue la sévérité de cette allégation. On évalue ça en fonction des parties prenantes qui sont impactées, quel est l'impacte matériel sur l'entreprise par exemple si c'est une amende est ce que ça représente plus d'1% de son chiffre d'affaire et là c'est important donc l'entreprise est réellement risquée, qui est visée directement par cette controverse, est ce que c'est quelqu'un du board ou juste lié uniquement à un employé etc. c'est ce genre de chose qui va faire si la sévérité est importante ou non. Et puis est ce qu'il y en a beaucoup de controverses ? Donc ça va faire baisser le score de la partie résultat d'un critère.

On peut également changer encore le score par après si c'est quelque chose d'important qui remet en cause notre analyse, on peut publier des alertes qui vont modifier le score de l'entreprise même si la notation est déjà passée.

En lisant différents articles, je me suis aperçu qu'il y avait de plus en plus de guidelines sur l'information non-financière et sur son reporting, notamment le GRI et le IIRC. Est ce que je peux dans un premier temps avoir votre avis sur ces guidelines ?

Oui bien sûr, l'avantage déjà c'est que c'est utile parce que ça permet d'avoir quelque chose qui est, selon moi, facile à utiliser et c'est facile de retrouver l'information. C'est organiser de la même manière pour toutes les entreprises. Donc pour nous les analystes c'est quelque chose d'assez pratique. Je pense que pour les entreprises c'est aussi pratique. Ça leur facilite le travail parce qu'elles savent sur quels éléments elles doivent donner de l'information. Et puis ça donne un cadre donc elles n'ont pas à devoir tout réinventer. Et je pense que le Gri c'est assez complet. Après il y a différents niveaux de reportings, ça peut être A, B etc. Donc soit elles sont très complètes, soit elles sont à moitié complètes. Elles ne sont pas non plus obligé de répondre à tout parce que bon après il faut aussi que les entreprises elles travaillent pour elles consolider toute l'info au sein de l'entreprise et ce n'est pas spécialement simple dans de nombreux cas.

Est ce que vous pensez que toutes les entreprises sont capables de faire ça ? De consolider l'info comme vous dites pour arriver à un reporting. ?

Je sais pas très, c'est vrai que pour les plus petites entreprises ça leur demande beaucoup de moyen effectivement mais bon les grosses nationales ou multinationales oui honnêtement je pense que c'est vraiment un minimum. Déjà même pour elles, pour avoir une idée de ce qu'il se passe dans leur système. Pour savoir si effectivement ils ont réussi à diminuer leur taux d'accident du travail par exemple.

J'ai lu aussi que l'integrated reporting de l'IIRC propose d'essayer de démontrer comment l'information financière intégrée à la financière va créer de la valeur au court du temps. Qu'est ce que vous en pensez ?

Honnêtement je connais pas l'IIRC et son integrated reporting. Avec la notation extra-financière, il y en a de plus en plus qui essayent de faire ça, de faire un lien entre les aspects non financiers et l'impact potentiel que ça peut avoir sur la valeur de l'entreprise mais je pense que c'est bien de l'intégrer pour que ça se fasse de plus en plus et que ça soit quelque chose qui devienne automatique, qu'on prenne ce genre d'infos automatiquement en compte quand on fait de l'investissement maintenant vraiment le traduire dans un chiffre, je ne pense pas que ça soit vraiment réalisable. On parle de risque et donc je pense qu'il faut quand même rester modeste. C'est quand même plus évident au point de vue financier de dire que cette entreprise a telle capacité à rembourser ses dettes parce que voici ses comptes et la hauteur de sa dette ainsi que son chiffre d'affaire. Là on est vraiment dans les mathématiques même s'il reste beaucoup à faire une partie de pari un peu.

Donner une note comme nous on fait et comme des agences de notation financière font je pense que c'est faisable et de plus en plus faisable. On donne donc un AA par exemple et c'est une valeur plutôt sur pour investir, ça oui et je pense que c'est vraiment bon que ça soit de plus en plus intégré dans les décisions parce que on voit que l'entreprise a mis des choses en place pour prévenir des risques vis à vis de sujets extra-financiers. Maintenant de là à dire que ça va avoir tel ou tel impact sur la valeur de l'action ou quelque chose comme ça j'ai du mal à voir comment ça serait possible.

Pour l'information financière, notamment pour les entreprises cotées il est obligatoire d'avoir des audits par ces entreprises de notation. Pour les infos extra-financières est ce que ça l'est ou est ce que c'est l'entreprise elle-même qui va demander d'avoir une notation sur ces infos extra-financières ?

Non l'entreprise demande pas. En France il y a une loi qui est en vigueur et qui dit que toute entreprise qui a je sais plus combien d'employés est obligée d'avoir un reporting annuel incluant des données extra-financière qui soit auditée ! Donc comme vous dites les comptes des entreprises doivent automatiquement être audités par Ernst & Young par exemple et là maintenant en France on est aussi obligé d'auditer ces informations extra-financières mais en Belgique c'est pas le cas. Pour nous c'est ultra pratique parce que on sait qu'automatiquement les boites françaises aujourd'hui qu'on note on sait que dans leur rapport financier on va de toute façon avoir des infos extra-financières et qui en plus ont été vérifiées

Et est ce que ça va jouer dans la valorisation de l'entreprise ?

C'est quelque chose qu'on prend en compte dans certains aspects mais ça va pas changer drastiquement le note hein mais c'est un aspect qu'on prend en compte en gouvernance sur l'audit du reporting et aussi sur le degré d'assurance. Là ou ça change surtout ce type de loi c'est que avant les entreprises qui n'avaient pas du tout l'habitude de publier ce type d'infos maintenant sont obligées de le faire et donc on voit que nos cotations augmentent pour elles car on a enfin de l'information.

Et pensez vous qu'il faudrait comme en France qu'il y ai des lois en Belgique ou même en Europe qui obligent les entreprises à auditer. ?

Oui selon moi mais bon ça reste un avis personnel hein, d'autres vont vous dire que non ça doit rester quelque chose de volontaire. Je considère que c'est quelque chose qui se fera automatiquement un jour ou l'autre donc autant heeee... enfin voilà c'est mon avis.

Annexe II Les informations sociales et environnementales à fournir selon la loi NRE

Au niveau social

- 1 L'effectif total, les embauches en distinguant les contrats à durée déterminée et les contrats à durée indéterminée et en analysant les difficultés éventuelles de recrutement, les licenciements et leurs motifs, les heures supplémentaires, la main-d'œuvre extérieure à la société ; (le cas échéant, les informations relatives aux plans de réduction des effectifs et de sauvegarde de l'emploi, aux efforts de reclassement, aux réembauches et aux mesures d'accompagnement) ;
- 2 L'organisation du temps de travail, la durée de celui-ci pour les salariés à temps plein et les salariés à temps partiel, l'absentéisme et ses motifs ;
- 3 Les rémunérations et leur évolution, les charges sociales, l'application des dispositions du titre IV du livre IV du Code du travail, l'égalité professionnelle entre les femmes et les hommes ;
- 4 Les relations professionnelles et le bilan des accords collectifs ;
- 5 Les conditions d'hygiène et de sécurité ;
- 6 La formation ;
- 7 L'emploi et l'insertion des travailleurs handicapés ;
- 8 Les œuvres sociales ;
- 9 L'importance de la sous-traitance.

Au niveau environnemental

- 1 La consommation des ressources en eau, matières premières et énergie avec, le cas échéant, les mesures prises pour améliorer l'efficacité énergétique et le recours aux énergies renouvelables, les conditions d'utilisation des sols, les rejets dans l'air, l'eau et le sol affectant gravement l'environnement et dont la liste sera déterminée par arrêté des ministères chargés de l'environnement et de l'industrie, les nuisances sonores et olfactives et les déchets ;
- 2 Les mesures prises pour limiter les atteintes à l'équilibre biologique, aux milieux naturels, aux espèces animales et végétales protégées ;
- 3 Les démarches d'évaluation ou de certification entreprises en matière d'environnement ;
- 4 Les mesures prises, le cas échéant, pour assurer la conformité de l'activité de la société aux dispositions législatives et réglementaires applicables en cette matière ;

- 5 Les dépenses engagées pour prévenir les conséquences de l'activité de la société sur l'environnement ;
- 6 L'existence au sein de la société de services internes de gestion de l'environnement, la formation et l'information des salariés sur celui-ci, les moyens consacrés à la réduction des risques pour l'environnement ainsi que l'organisation mise en place pour faire face aux accidents de pollution ayant des conséquences au-delà des établissements de la société ;
- 7 Le montant des provisions et garanties pour risques en matière de l'environnement, sauf si cette information est de nature à causer un préjudice sérieux à la société dans un litige en cours ;
- 8 Le montant des indemnités versées au cours de l'exercice en exécution d'une décision judiciaire en matière d'environnement et les actions menées en réparation de dommages causés à celui-ci ;

Tous les éléments sur les objectifs que la société assigne à ses filiales à l'étranger sur les points cités ci dessus.

Annexe III : Répertoire des agences de notation extra-financière en 2006

Les organismes d'analyse et de notation extra-financière dans le monde

| Pays | Organisme | Acteurs analysés pour le compte des investisseurs | | | | | |
|--------------|--------------------------------------|---|--------------------------------|-------------------------------------|-----|----------------------------------|--|
| | | Grandes entreprises cotées (indices analysés) | Grandes entreprises non cotées | Petites et moyennes capitalisations | PME | Pays et/ou collectivités locales | |
| Allemagne | IMUG | MSCI, FTSE | | ✓ | ✓ | | |
| Allemagne | Oekom Research | MSCI World, DJ Stoxx 600 et EuroStoxx | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| Allemagne | Scoris | DAX 30, MSCI World | | ✓ | | ✓ | |
| Australie | Caer | S&P/ ASX 300, NZSE | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| Australie | Siris | ASX 300, NZSE 50, MSCI Asia | ✓ | ✓ | | | |
| Belgique | Deminor Ratings ⁴ | FTSE eurofirst 300, MSCI Pan Euro, FTSE 100, CAC 40 et autres indices | | | | ✓ | |
| Belgique | Ethibel ⁵ /Stock at Stake | MSCI World | ✓ | ✓ | | ✓ | |
| Canada | Ethic Scan | Entreprises canadiennes | | | | | |
| Canada | Innovest | MSCI World, S&P 500, FTSE 350, Russell 1000, Eurostoxx 300 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| Canada | Jantzi Research | TSE, MSCI World, ScotiaMcLeod Bond Univers | | ✓ | ✓ | | |
| Corée du Sud | Eco Frontier Co | KOSPI 200 | | | | | |
| Espagne | FED | IBEX 35, PSI 20 | | | | | |
| États-Unis | Calvert | Russell 1000, MSCI Eafe | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |

| | | | |
|-------------|--------------------------|-----------------------------------|---|
| États-Unis | KLD | S&P 500, Russel 3000 | ✓ |
| France | BMJ Ratings ⁶ | | ✓ |
| France | Ethifinance ⁷ | International | ✓ |
| France | Groupe Vigéo | Dow Jones EuroStoxx 600 | ✓ |
| Italie | Avanzi SRI Research | MIB 30 ; MSCI World | ✓ |
| Italie | E Capital Partners | 2 800 entreprises mondiales | ✓ |
| Japon | The Good Bankers | Japon | ✓ |
| Pays-Bas | DSR | AEX, AMX, MSCI World | ✓ |
| Royaume-Uni | CoreRatings ⁸ | MSCI World, Eurotop 300, FTSE 100 | ✓ |
| Royaume-Uni | Eiris | FTSE et autres indices | ✓ |
| Royaume-Uni | Ethical Screening | FTSE 350 | ✓ |
| Royaume-Uni | Serm | FTSE 350, FTSE Eurotop | ✓ |
| Royaume-Uni | Trucost | FTSE all-share, S&P 500 ... | ✓ |
| Suède | GES Investment Services | MSCI World, FTSE, Nordic indices | ✓ |
| Suisse | Centre Info | SMI, SPI | ✓ |
| Suisse | SIRI Company | MSCI World | ✓ |
| Suisse | Covalence | DJ World Index | ✓ |
| Suisse | Inrate | SPI, MSCI World | ✓ |
| Suisse | SAM Research | DJ Global Index, DJ Stoxx 600 | ✓ |

Source : ORSE.