



Observatoire sur la Responsabilité Sociétale des Entreprises

## Gouvernement d'entreprise et développement durable

Synthèse des réunions  
de la Commission de l'ORSE

Juillet 2002 - Janvier 2003

Etude ORSE n° 4 - Décembre 2003

Synthèse des réunions  
de la Commission de l'ORSE

## **Gouvernement d'entreprise et développement durable**

Juillet 2002 - Janvier 2003

**Président** : Thierry Wiedemann-Goiran, Trésorier de l'ORSE  
et Président du Directoire de Macif Gestion

**Animateur** : Frédéric Perier, Conseil en stratégie, IEM Finance.

**Rapporteur** : Olivier Rayrole, Chargé d'étude, ORSE

# SOMMAIRE

<b>Remerciements</b>	<b>4</b>
<b>Note de cadrage</b>	<b>5</b>
<b>Liste des intervenants</b>	<b>6</b>
<b>Synthèse des travaux</b>	

## **1. La prise en compte par les gestions internationales** **11**

- Les différents types de gestionnaires d'investissement socialement responsable (ISR)
  - Quelle définition du développement durable l'investisseur retient-il ?
  - Les différents types de produits ISR
  - Les différents facteurs qui peuvent inciter une société de gestion à avoir une offre ISR ?
  - Les outils d'évaluation et d'appréciation du développement durable
  - Les modes d'action des investisseurs
  - Les moyens mis en place par les investisseurs pour la prise en compte du développement durable
  - Quelle évolution prévoir ?
- Annexe : Grille d'analyse concernant les pratiques des investisseurs en matière de développement durable*

## **2. La prise en compte par les régulateurs de marché** **18**

- Les régulateurs de marché
- Les grandes caractéristiques des régulateurs de marché
- La coopération entre les régulateurs de marché
- A quoi faut-il veiller pour que l'information financière contribue le plus efficacement possible au développement durable ?
- Quel lien entre les régulateurs de marché et le développement durable ?
- Quelles problématiques pourront émerger ?

## **3. La prise en compte par les agences de notation financière** **24**

- Rôles et caractéristiques des agences de notation financière
- Les évolutions récentes du métier
- Horizon temporel de la notation et gestion des notes dans le temps
- La réglementation du marché de la notation financière
- La rémunération des agences
- Les paramètres pris en compte par la notation financière
- La prise en compte du développement durable par les agences de notation financière
- Futurs enjeux

**4. La prise en compte par les bourses 31**

- Le métier
- L'importance de la bourse pour financer l'économie
- Les évolutions récentes
- Quelle prise en compte du développement durable par les bourses ?

**5. La prise en compte par l'analyse financière 35**

- Le métier
- Les évolutions récentes
- Quelle prise en compte du développement durable par l'analyse financière ?
- L'investissement socialement responsable
- Futurs enjeux

**6. La prise en compte dans la communication financière 40**

- Le métier
- Les évolutions récentes
- La prise en compte du développement durable dans la communication des entreprises

**Liste des participants 44**

## REMERCIEMENTS

---

Thierry Wiedemann-Goiran, Président de la Commission Gouvernement d'entreprise et développement durable, tient tout spécialement à remercier, au nom de l'ORSE, l'ensemble des intervenants qui ont témoigné dans le cadre de ce groupe de travail et ce, malgré le manque de consensus et l'évolution rapide des idées sur cette question du lien entre le gouvernement d'entreprise et le développement durable.

L'organisation n'aurait pas été possible sans les moyens techniques mis à disposition par Macif Gestion.

Thierry Wiedemann-Goiran remercie également l'ensemble des membres de l'ORSE qui ont participé activement lors des séances ainsi que Frédéric Périer (IEM Finance) pour son rôle d'animateur et Olivier Rayrole (ORSE) pour son rôle de rapporteur.

## GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE ET DEVELOPPEMENT DURABLE

### LE CONTEXTE

Ces travaux s'inscrivent dans la continuité de ceux de la commission «Gouvernement d'entreprise et développement durable» qui s'est réunie entre janvier et septembre 2001. Présidée par Thierry Wiedemann-Goiran, président du directoire Macif gestion, la commission a permis de faire s'exprimer des intervenants de haut niveau, représentant les principales catégories d'acteurs de la Place financière, lesquels ont été invités à dialoguer sur les thèmes du gouvernement d'entreprise et du développement durable, en liaison avec leurs responsabilités et leurs domaines d'activité propres. Sont ainsi intervenus en particulier des responsables des organismes suivants : le MEDEF, l'ANSA, la COB, le CLIFF, Paris EUROPLACE, la SFAF, le Cabinet du Ministre des Finances, Amnesty International, AFL-CIO et CISL. L'assistance croissante et la qualité des appréciations données par les participants lors de l'évaluation finale ont prouvé la validité de cette formule.

### LES OBJECTIFS

L'objectif de la commission est de fournir aux membres de l'ORSE, responsables d'entreprises, investisseurs, ONG, syndicats, etc., des clés de compréhension et des pistes d'actions sur une articulation essentielle du développement durable : son interface avec l'entreprise par le biais de la relation de l'entreprise avec ses actionnaires et du gouvernement d'entreprise. Deux axes sont ainsi été privilégiés : le rôle de forum et la dimension internationale. Dans la première phase des travaux, le groupe de travail a en effet été un véritable forum, où l'échange a été privilégié, hors de toute idée préconçue et où des points de vue différents ont été exprimés, dans le respect de la position de chacun, par des acteurs aux intérêts parfois divergents, sur les thèmes liés au développement durable et au gouvernement d'entreprise. D'autre part, l'ensemble des participants a exprimé, lors de la séance-bilan du 12 septembre 2001, son souhait de voir s'internationaliser les problématiques traitées par l'ORSE. Ainsi, la poursuite des travaux du groupe nous permet d'étendre nos invitations à l'étranger, contribuant ainsi à «bâtir» la visibilité internationale de l'ORSE.

### LES THEMES PROPOSES

Cinq séances sont proposées.

#### 1. La gestion

Le monde de la gestion, aujourd'hui, est marqué par deux mouvements : le développement, encore très largement minoritaire, de gestions «spécialisées» dans l'approche du développement durable ; la diffusion lente d'un certain nombre de critères du développement durable dans les outils des gestions généralistes. Comment évaluer les développements possibles ?

#### 2. La régulation des marchés financiers

La prise en compte du développement durable par les régulateurs des marchés financiers, à l'heure de la consolidation de l'Europe et de la globalisation des marchés financiers.

#### 3. La prise en compte du gouvernement d'entreprise et du développement durable par les agences de rating financier et les cabinets d'audit

Les experts financiers traditionnels que sont les notateurs financiers (agences de rating) et les auditeurs sont loin, aujourd'hui, de l'univers du développement durable. Mais il est indispensable d'envisager avec eux comment ils pourront, le moment venu, s'associer au mouvement, dans le contexte qui est celui des suites de l'affaire Enron et de l'accélération de l'harmonisation des normes comptables internationales.

#### 4. L'analyse financière

L'analyse financière a encore du mal, aujourd'hui, à assimiler les problématiques du développement durable, mais la profession réalise qu'il y a là un défi qu'elle se doit de relever, sous peine de se laisser «doubler» par d'autres sur ces sujets.

#### 5. La communication financière et la bourse

L'entreprise est conduite à mettre en place une politique de communication en direction de ses actionnaires et des marchés financiers sur toutes les questions de développement durable : simple effort de communication ou bien compte-rendu d'une réelle prise en compte stratégique du développement durable ? comment la dimension du développement durable influence-t-elle sur la vie boursière d'un titre ? comment une bourse prend-elle en compte, aujourd'hui, cette dimension nouvelle ?

## LISTE DES INTERVENANTS

**François ARCHAMBAULT**, Directeur de la communication financière, L'Oréal, Président, Cercle de Liaison des Informateurs Financiers de France (CLIFF)

**Jean-François BERNIER**, Directeur des Marchés de Capitaux, Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ), (Canada)

**Eric de BODARD**, Directeur Général de MOODY'S France SA

**Georges CARTON de TOURNAI**, Directeur en charge du Service des études générales et juridiques, Commission bancaire et financière (CBF), (Belgique)

**Alain CAZALÉ**, Directeur des études industrielles du Crédit Lyonnais, administrateur et membre du bureau de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF)

**Martine CHARBONNIER**, Directeur exécutif du listing, EURONEXT NV

**Frédéric CHASSAGNE**, Directeur du Département «Communication Financière», SOFRES

**Olivier de COMBARIEU**, Responsable de l'analyse entreprise, FITCH

**Thierry DEHEUVELS**, Vice-président, AXA Investments Managers, et Président du groupe de travail de l'AFG sur l'ISR :

**David DIAMOND**, Analyste éthique, CLAM

**Amy E. DINE**, Governance/SRI Investment Analyst, Capital Group

**Geneviève FERONE**, Présidente Core Ratings

**Alfred KOOL**, Director Corporate Communication, PGGM

**Sylvie LUCOT**, VP, Investor Relations, THALES, membre du Conseil d'administration du Cercle de Liaison des Informateurs Financiers de France (CLIFF)

**Samia MEKIOUS**, chargée de mission, Service des opérations et de l'information financières, Commissions des opérations de bourse (COB)

**Jeanne-Françoise de POLIGNAC**, Président Standard & Poor's France

**Pascale SAGNIER**, Gérante de portefeuille, en charge de l'ISR, AXA IM

**Peter THOMPSON**, Executive Director, Goldman Sachs

**Georg WITTICH**, chargé des relations internationales de BAFIN (l'autorité de contrôle financier allemande), anc. Président de BAWE (la COB allemande)

1. **Le groupe de travail de l'ORSE** explore, depuis deux ans, l'articulation entre deux domaines qui, jusqu'à présent, n'avaient guère été mis en relation :

- **le gouvernement d'entreprise ;**
- **le développement durable.**

Le gouvernement d'entreprise est l'ensemble des rouages où s'articule l'exercice des pouvoirs et contre-pouvoirs dans l'entreprise, en particulier au sein du conseil d'administration et de l'assemblée générale. Nous avons décidé, à titre d'hypothèse de départ de nos travaux, de nous centrer sur la manière dont les actionnaires utilisent les moyens qui leur sont offerts par le gouvernement d'entreprise pour pousser les entreprises à mieux prendre en compte le développement durable.

2. Nous avons récapitulé les enseignements de la première phase de nos travaux dans l'ouvrage *Développement durable et gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur*, publié en décembre 2002.<sup>1</sup>

Cet ouvrage – comme le préconisent les principes directeurs de l'ORSE – présente une palette de points de vue variés, sans trancher de façon militante en faveur de telle ou telle position.

3. Au terme de la première phase des travaux, nous sommes arrivés aux conclusions - provisoires - suivantes :

en premier lieu, l'ORSE a été bien inspiré de lancer ces travaux, tant l'articulation que nous explorons se révèle riche, et tant en effet l'interface entre les marchés financiers et les entreprises cotées est porteuse de dynamique pour la progression de la prise en compte du développement durable.

Allant même plus loin, nous avons été amenés à considérer sérieusement l'hypothèse selon laquelle les marchés financiers pourraient constituer, ce qui n'était pas prévu au départ, l'un des «aiguillons» les plus efficaces des entreprises dans leur prise en compte du développement durable.

Autre conclusion, enfin, la «place financière», entendue au sens large comme le forum où se retrouvent, autour de

la bourse, l'ensemble des acteurs, au premier rang desquels les intermédiaires financiers, les investisseurs institutionnels et les émetteurs, nous paraît être le lieu pertinent où étudier l'évolution du lien entre gouvernement d'entreprise et développement durable.

4. Nous avons repris nos travaux, en poursuivant notre exploration aux frontières de cette «place financière» et de ses différents métiers, d'une part, et de la prise en compte du développement durable par les entreprises, d'autre part, tout en prenant soin d'associer à nos travaux des acteurs internationaux.

C'est ainsi que le 9 juillet 2002, nous avons consacré une séance à la prise en compte du développement durable par les grandes gestions internationales.

Le 19 septembre, nous avons donné la parole à des représentants de régulateurs de marché, en leur demandant de se centrer sur l'un des rôles qui leur donnent «voix au chapitre» en matière de développement durable, celui du contrôle de l'information financière des sociétés cotées.

Le 29 octobre, nous nous sommes tournés vers des acteurs de la finance qui sont aujourd'hui «sous les feux de la rampe» tout en restant mal connus, les agences de rating financier, et nous avons pu - ce qui est exceptionnel - les réunir toutes les trois autour de la thématique de la prise en compte du long terme et nous avons pu comparer leur approche à celle des notateurs sociétaux et environnementaux.

Le 10 décembre, nous avons examiné la prise en compte du développement durable par les bourses et la communication financière, en évoquant en particulier l'expérience des «nouveaux marchés» et le financement des petites et moyennes entreprises.

Le 29 janvier 2003, enfin, nous sommes revenus sur la communication financière et avons refait le point sur la prise en compte du développement durable par l'analyse financière, un an et demi après la séance que nous avons consacrée à ce sujet en juin 2001.

<sup>1</sup> *Développement durable et gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur*, par T. Wiedemann-Goiran, F. Perier et F. Lépineux, Editions d'Organisation, 2002.



Lors de l'ensemble de ces séances, nous avons eu conscience d'être souvent «en avance de la main», c'est-à-dire que nous posions des questions relatives au développement durable à des métiers et à des professions qui n'avaient pas encore véritablement pris en compte cette dimension, voire qui n'avaient pas encore conscience de l'importance que cette thématique peut être amenée à prendre prochainement. Il nous a cependant semblé que l'accueil réservé à nos questions et à nos interrogations par nos invités était positif, et que la réunion à laquelle nous les avons invités pouvait les amener à lancer ou à approfondir une réflexion sur le sujet. Cela nous paraît tout à fait répondre à la vocation de l'ORSE, qui est bien de faire progresser la prise de conscience des acteurs dans le domaine de la responsabilité sociétale des entreprises et du développement durable, sans toutefois les pousser dans telle ou telle direction.

### 5. Quels enseignements avons-nous tiré de nos réunions ?

Ces enseignements se déclinent d'abord profession par profession.

**S'agissant d'abord de la profession de la gestion, il est clair qu'elle joue, et que plus encore elle est appelée à jouer, un rôle tout à fait décisif dans le développement de la prise en compte du développement durable par les entreprises cotées.** Ce sont les investisseurs institutionnels, qui, pour notre sujet, représentent le «nerf de la guerre», soit qu'ils se désintéressent du sujet, et alors on assistera à un dépérissement de la thématique, soit qu'ils le prennent en compte de façon volontaire et cela constituera l'un des facteurs décisifs d'une véritable prise en compte du développement durable par les entreprises.

Notre impression est qu'aujourd'hui l'hypothèse positive l'emporte, avec un intérêt croissant des gestions pour la thématique du développement durable. Cet intérêt croissant se manifeste de deux façons. En premier lieu, la croissance très rapide, dans tous les pays d'Europe, des gestions «spécialisées» en éthique ou en développement durable, même si les fonds de ce type ne dépassent pas aujourd'hui 1 à 2 % du total des fonds gérés. C'est pourquoi il faut être très attentif à un second

phénomène, qui complète cette première manifestation d'intérêt du monde de la gestion pour le développement durable, et qui est porteur de profonds changements si sa réalité et son importance se confirment. Il s'agit de l'«imprégnation» des gestions généralistes par les thématiques, les méthodes et les exigences du développement durable. Cette imprégnation est visible à de nombreux signaux, tant en France qu'en Europe et fera franchir, si elle se confirme, un «saut qualitatif» à notre sujet.

Qui viendra appuyer ce mouvement ? D'abord, tournons-nous vers les **analystes financiers**. Force est cependant de constater, aujourd'hui, les concernant, que la dynamique vers une prise en compte par eux du développement durable n'est pas clairement discernable.

Bien sûr, il faut distinguer entre les analystes *buy side*, proches des gérants institutionnels chez qui des signes de prise en compte peuvent être relevés, et la profession du *sell side*, pour laquelle les choses semblent avoir peu progressé depuis notre précédente rencontre, en juin 2001.

Les analystes *sell side* traversent aujourd'hui une crise d'identité, avec l'ensemble des remises en cause de leur crédibilité et de leur indépendance consécutives à l'affaire ENRON. Ils subissent d'autre part de plein fouet le «court-termisme» de beaucoup de leurs clients qui, atteints dans leur confiance dans les marchés et loin de leur demander plus de «long terme», se focalisent sur des évolutions de cours portant sur les prochains mois, voire les prochaines semaines. Cette situation ne paraît guère propice à une meilleure prise en compte du développement durable par les analystes *sell side*, du moins dans un proche avenir.

Reste à savoir comment, le moment venu, les analystes financiers intégreront, techniquement, les dimensions du développement durable dans leurs travaux concernant les entreprises cotées. Dès aujourd'hui, des équipes d'analystes *buy side*, en nombre croissant, s'adjoignent les services de spécialistes, comme les analystes dits «éthiques», et s'efforcent de mener des analyses intégrées des entreprises.

La question se pose toujours à ce jour de savoir si l'analyse de développement durable sera, le moment venu, complètement intégrée à l'analyse financière, ou si les analystes financiers devront utiliser les services de professionnels spécialisés pour intégrer cette dimension.

Comment la **notation sociale et environnementale** contribuera-t-elle à ce mouvement ? Apportera-t-elle aux analystes et aux gérants les évaluations et les outils qui leur font défaut aujourd'hui dans le domaine du développement durable ? Le métier de la notation sociale et environnementale connaît une mue profonde en France, sans qu'un équilibre ait été trouvé, ni que le métier paraisse aujourd'hui stabilisé. A la différence de la notation financière, la notation sociale ne dispose pas de travaux d'audit pour fonder son intervention : ainsi, quand le notateur commence son travail dans le domaine social, tout reste à faire, alors que la matière première des agences de rating financier est constituée des comptes de l'entreprise. D'autre part, beaucoup de questions de principe et de méthode se posent encore pour la notation sociale, à commencer par son mode de financement : financement par les investisseurs ou par les entreprises notées, comme dans le cas de la notation crédit ou par les intermédiaires - société de bourse, comme pour l'analyse financière ?

**Dans ce contexte, et c'est tout à fait dans l'ordre des choses, les régulateurs financiers ne jouent pas encore un rôle moteur dans la prise en compte du développement durable par les entreprises cotées.** Les régulateurs de marché sont des autorités de contrôle dont les pouvoirs, ce qui est parfaitement justifié en particulier pour des considérations de libertés publiques, sont définis de façon limitative par la loi. S'ils sont amenés à intervenir, c'est, ou ce sera, suivant l'évolution des législations dans les différents pays concernés, dans deux domaines :

- celui du contrôle de l'information délivrée à leurs actionnaires et aux marchés par les entreprises cotées ;
- celui du contrôle de l'activité des sociétés de gestion de portefeuille et de

l'information qu'elles diffusent auprès du public et de leurs mandants.

**Qu'en est-il des bourses ?** A ce jour, celles-ci ne se sont guère «positionnées» sur le sujet du développement durable. Certes, les bourses sont amenées à compléter le cadre juridique encadrant l'activité des sociétés cotées, et singulièrement leur communication financière, mais il n'est pas évident qu'elles s'engagent beaucoup de façon contraignante dans le domaine du développement durable. En revanche, le sujet du gouvernement d'entreprise est l'un de ceux sur lesquels elles s'avancent aujourd'hui plus volontiers.

C'est dans ce contexte que se situent aujourd'hui les **entreprises cotées**. Nous avons pu constater, en premier lieu, que le **responsable de la communication financière**, bon gré, mal gré, est toujours associé au processus de prise en compte du développement durable par l'entreprise, ne serait-ce parce qu'il apparaît à tous comme l'interface la plus naturelle avec l'extérieur, à la fois pour recevoir les questions et pour bâtir des réponses synthétiques.

En second lieu, l'obligation légale faite aux entreprises cotées de compléter leur rapport annuel avec des informations d'ordre social amène, au début de 2003, toutes les entreprises cotées à prendre position sur le sujet. Il sera très intéressant d'analyser le contenu et la qualité de ces rapports quand ils seront tous disponibles.

### **6. Nos travaux nous ont enfin permis de préciser un certain nombre de questions clefs, qui influenceront grandement la poursuite du mouvement du développement durable.**

Les questions essentielles nous ont paru se résumer à quatre :

- a) La première question est bien sûr celle de la **définition et du champ du développement durable**. Nous avons pu progresser à cet égard, mais force est de constater qu'il subsiste, sur cette question essentielle, un «flou» que l'on ne peut que souligner. Que l'on s'en félicite, d'ailleurs, en considérant qu'il permet à chaque entreprise de construire de façon adulte et responsable sa propre

## SYNTHESE DES TRAVAUX

démarche, loin des diktats du «politiquement correct» (qui se développe certes dans notre domaine comme dans d'autres...). Ou qu'on le déplore, en soulignant que le flou ne permet pas de distinguer le bon grain de l'ivraie dans les démarches des entreprises, et qu'il rend très hasardeuses les comparaisons et entrave, en tout état de cause, les progrès en matière de développement durable.

b) La question de ***l'intégration du développement durable dans les travaux quantitatifs des gérants et des analystes financiers*** a parcouru, comme un fil rouge, nos travaux et nos débats : pour résumer en la simplifiant cette question, deux hypothèses se présentent : fait-on intervenir -première hypothèse- le développement durable à côté et au même niveau que les analyses financières ou considère-t-on au contraire que l'analyse sociale et environnementale doit être intégrée à l'analyse financière ? Par ailleurs, la question du surcroît de performance économique et de création de valeur due à une stratégie de développement durable est posée. Sa démonstration rendrait inévitable l'incorporation des critères de développement durable dans l'analyse financière classique.

c) Enfin, la thématique du développement durable amène inmanquablement à se poser des questions de ***répartition des rôles dans la société, en particulier entre la puissance publique et les acteurs privés***. Certes, ce n'était ni le rôle, ni l'ambition de notre groupe de «s'attaquer» à de telles questions. Mais ces questions se posent et l'on s'aperçoit, quand on «creuse» un peu la discussion, que tous les acteurs du développement durable sont loin de partager à cet égard les mêmes conceptions.

Pour résumer en simplifiant, ici encore, on peut opposer deux conceptions : soit l'on considère que c'est à l'Etat et aux collectivités locales, d'une part, et au secteur associatif d'assumer l'intérêt général et, dans ce schéma, les acteurs

économiques placés en situation concurrentielle poursuivent leurs logiques de profit en respectant le cadre juridique qui encadrent leur activité. Soit l'on considère, d'autre part, que le mouvement du développement durable remet en cause cette répartition traditionnelle, et que les acteurs économiques placés en situation concurrentielle ont eux aussi à assumer une part de la poursuite de l'intérêt général, en menant une démarche de développement durable qui n'est pas guidée par la même logique de profit que le reste de leur activité. On comprendra que nous laissons ce débat ouvert...

7. Les travaux de notre groupe nous amènent à formuler, de façon quelque peu pressante, une conclusion d'un autre type. Il nous paraît urgent, aujourd'hui, de cesser de raisonner sur les questions de développement durable dans un cadre franco-français, comme c'est trop souvent le cas. Nous avons, dans ce domaine, des conceptions, des exigences, une expérience que nous devons promouvoir, non pas du tout pour les imposer à d'autres, mais tout simplement pour pouvoir continuer à les mener à bien dans notre propre pays... Or, aujourd'hui, beaucoup de normes sont en train de se «cristalliser», soit au sein de groupes de pression comme la GRI, soit surtout au niveau des institutions européennes.

Si nous n'y prenons pas garde, nous risquons de découvrir un beau matin que nos entreprises et nos gérants sont soumis, dans le domaine du développement durable, à des normes qui n'ont rien à voir avec ce que sont nos conceptions, nos exigences, notre expérience... Ce serait un comble, mais il n'est pas dit, aujourd'hui, que nous soyons sûrs de l'éviter...

***Il nous paraît donc essentiel que les principaux acteurs du développement durable en France s'organisent pour pouvoir s'exprimer dans tous les lieux où se structure le mouvement au niveau international, et tout particulièrement dans le cadre européen.***

# La prise en compte par les gestions internationales

9 juillet 2002

## Les intervenants

Thierry DEHEUVELS, Vice-président, AXA Investments Managers, et Président du groupe de travail de l'AFG sur l'ISR :

Amy E. DINE, Governance/SRI Investment Analyst, CAPITAL GROUP

Alfred KOOL, Director Corporate Communication, PGGM

Peter THOMPSON, Executive Director, GOLDMAN SACHS

Pascale SAGNIER, Gérante de portefeuille, en charge de l'ISR, AXA IM

David DIAMOND, Analyste éthique, CLAM

## Sommaire

1. Les différents types de gestionnaires d'investissement socialement responsable (ISR)
2. Quelle définition du développement durable l'investisseur retient-il ?
3. Les différents types de produits ISR
4. Les différents facteurs qui peuvent inciter une société de gestion à avoir une offre ISR
5. Les outils d'évaluation et d'appréciation du développement durable
6. Les modes d'action des investisseurs
7. Les moyens mis en place par les investisseurs pour la prise en compte du développement durable
8. Quelle évolution prévoir ?

Annexe : Grille d'analyse concernant les pratiques des investisseurs en matière de développement durable.

Parmi les acteurs essentiels de la gestion financière, se situent ceux que l'on appelle les investisseurs institutionnels, les fameux «zinzins», banques, sociétés d'assurances, gérants pour compte de tiers, caisses de retraites, fonds de pension. Les «zinzins» ne figurent pas, a priori, parmi les promoteurs naturels du développement durable. Leurs objectifs sont d'abord et avant tout financiers. C'est la rentabilité de leurs portefeuilles qui leur importe avant tout, suivant des modalités et des objectifs qui dépendent des caractéristiques et des besoins de leurs clients.

A l'appui de leurs objectifs financiers, les investisseurs institutionnels ont petit à petit fait pression sur les entreprises pour obtenir une meilleure transparence du fonctionnement des

mécanismes de pouvoir, et pour mieux faire valoir leur voix au chapitre.

C'est le mouvement du *corporate governance*, que l'on a traduit en français de façon mimétique par *gouvernement d'entreprise*. A partir des Etats-Unis, ce mouvement a gagné la Grande-Bretagne (*Cadbury Report*<sup>2</sup> en 1992) puis la France, avec les recommandations des rapports Viénot I<sup>3</sup> (1995), puis Viénot II<sup>4</sup> (1999). Aujourd'hui, pour adapter ces recommandations et pour tenir compte d'un certain nombre de problèmes récents, comme ceux qui sont posés par la faillite du groupe ENRON, le MEDEF et l'AFEP ont confié à un nouveau groupe, placé sous la présidence de Daniel Bouton, Président Directeur Général de la Société Générale, le soin d'adapter les recommandations Viénot (rapport Bouton<sup>5</sup> en 2002).

Il se trouve cependant que, depuis quelques années, et avec une accélération très sensible depuis un ou deux ans, les thématiques du développement durable commencent à pénétrer la sphère de la gestion d'actifs financiers pour le compte de tiers. A vrai dire, il y a toujours eu une frange de gestionnaires qui ont eu des visées éthiques, puis de développement durable. Mais cette catégorie est restée longtemps largement minoritaire.

Nous assistons aujourd'hui à un phénomène d'ampleur croissante pouvant se résumer en quelques grands axes :

- Une évolution des thématiques : à côté de l'éthique, se développent des objectifs de développement durable, à partir des trois grandes thématiques des exigences sociales, sociétales et environnementales;
- Une croissance très nette des gestions «spécialisées», même si leur nombre, ainsi que les fonds qu'elles gèrent, restent encore très minoritaires ;
- Une «imprégnation» progressive des gestions «généralistes» par les thématiques du développement durable.

<sup>2</sup> <http://www.worldbank.org/html/tpd/privatesector/cg/docs/cadbury.pdf>

<sup>3</sup> [http://www.medef.fr/staging/medias/upload/510\\_FICHIER.pdf](http://www.medef.fr/staging/medias/upload/510_FICHIER.pdf)

<sup>4</sup> [http://www.medef.fr/staging/medias/upload/511\\_FICHIER.pdf](http://www.medef.fr/staging/medias/upload/511_FICHIER.pdf)

<sup>5</sup> [http://www.medef.fr/staging/medias/upload/1507\\_FICHIER.pdf](http://www.medef.fr/staging/medias/upload/1507_FICHIER.pdf)

# La prise en compte par les gestions internationales

## 1. Les différents types de gestionnaires d'investissement socialement responsable (ISR)

Tous les promoteurs de fonds «socialement responsable» n'ont pas les mêmes caractéristiques. Il faut distinguer :

- les sociétés de gestion spécialisées (Apogé, Branics, Storebrand...)
- les «grands» réseaux qui ont des équipes spécialisées (AXA IM, CLAM...)
- les distributeurs qui s'appuient sur des expertises externes (souvent Aresé en France, mais également SAM...)

### ■ La croissance très rapide des gestions spécialisées

Première constatation : les gestions spécialisées, entendues au sens large, c'est-à-dire à la fois éthiques et de développement durable, croissent à un rythme soutenu en Europe.

Prenons l'exemple des gestions collectives pour mesurer ce mouvement.

Ainsi, d'après l'étude «Green, social and ethical funds in Europe 2001»<sup>6</sup>, au 30 juin 2001 :

- Il y avait 251 fonds de type OPCVM se rattachant aux catégories sociales, environnementales et éthiques en Europe, soit une croissance de + 58 % par rapport au nombre de fonds en janvier 2000 ! Et la projection à fin 2001 permettait d'évaluer à 282 le nombre d'OPCVM à fin 2001 !

- Les pays «leaders» du mouvement sont le Royaume-Uni, la France, la Suède et la Belgique, avec 66 % des fonds. Le poids relatif du Royaume-Uni est passé de 33 % à 25 % du nombre de fonds entre la fin de 1999 et le milieu de 2001, et cette évolution s'explique par la croissance exceptionnelle du nombre de fonds, sur cette période, en France (+ 170 % !), en Belgique et en Allemagne (au-dessus de 120 %), ce qui contribue bien sûr à rééquilibrer les parts relatives.

- Les capitaux gérés par ces OPCVM spécialisés sont passés de 11,1 milliards d'€ à la fin de 1999 à 15,1 milliards d'€ à la mi-2001, soit une croissance de 36 %.

- Le Royaume-Uni, les Pays-Bas et la Suisse représentent à eux seuls plus de 70 % de ces montants.

- La croissance des capitaux gérés par pays sur la même période (fin 1999 à mi-2001) donne également une idée de l'ampleur du phénomène : en France, les capitaux ont plus que décuplé, ils ont crû de 300 % en Allemagne, qui, c'est vrai, se trouve en situation d'«attrapage», partant pratiquement de zéro. Et même un pays où le marché est plus «mûr», comme le Royaume-Uni, progresse tout de même de 48 % en 18 mois ! Malgré ces évolutions spectaculaires, les fonds «spécialisés» restent encore très minoritaires parmi l'ensemble des OPCVM européens. Ainsi, au 30 juin 2001, les capitaux gérés par les OPCVM «spécialisés» représentaient respectivement, par rapport à l'ensemble des capitaux gérés par des OPCVM, 0,10 % en Allemagne, 0,13 % en France (où, c'est vrai, les OPCVM sont particulièrement développés, ce qui explique ce relativement faible pourcentage), 0,43 % en Italie, 1,03 % au Royaume-Uni, 1,45 % aux Pays-Bas, 1,47 % en Belgique et 1,47 % en Suisse, soit 0,43 % en moyenne.

### ■ L'«imprégnation» progressive des gestions «généralistes» par les objectifs du développement durable

Pour mesurer l'«imprégnation» progressive de l'ensemble du monde des investisseurs institutionnels, qui bien sûr est à la fois beaucoup plus lente et beaucoup plus difficile à appréhender que la progression des gestions spécialisées, on peut utiliser un faisceau de critères qui sont présentés dans la grille jointe en annexe à cette note.

### ■ Quelle définition du développement durable l'investisseur retient-il ?

Il s'agit d'une question essentielle et il n'y a pas, aujourd'hui, de définition généralement acceptée. Face à un acteur particulier, il est donc toujours essentiel de l'interroger sur la définition qu'il retient du développement durable. Cependant, on peut relever que cette absence de définition générale, qui est le casse-tête des statisticiens, fait droit à un aspect essentiel du développement durable :

<sup>6</sup> Ces données sont tirées de l'étude réalisée SIRI Group, avec CSR Europe et EURONEXT, *Green, social and ethical funds in Europe 2001*

## La prise en compte par les gestions internationales

la prise en compte des cultures dans lesquelles les entreprises sont insérées, au sens large de ce mot culture, incluant les valeurs, les comportements, les préoccupations principales d'une société donnée à un moment donné. Si, malgré l'homogénéisation souhaitable d'un certain nombre de règles, en particulier dans le domaine du gouvernement d'entreprise, homogénéisation qui est accélérée par la mondialisation des marchés financiers, la prise en compte du développement durable pouvait permettre la promotion d'aspects «culturels» propre à l'environnement de chaque entreprise, en particulier dans le domaine des relations sociales, ce serait une très bonne nouvelle. Dans une étude récente réalisée au début de 2002<sup>7</sup>, le Cabinet Deloitte and Touche définit trois notions, qu'il peut être utile de mentionner ici :

-SRI (Socially Responsible Investment): an investment process which places a more significant weighting on the importance of good environmental, social and ethical performances than «usual» investment practices;

-CSR (Corporate Social Responsibility): how a company manages its business processes to generate shareholder value through minimising impact on the environment and having a positive impact on society;

-Sustainable development: development which meets the needs of today's society without compromising the ability of future generations to meet their needs.

### ▪ **Quid de la pertinence de la politique d'exclusion ?**

Un grand débat dans la communauté ISR concerne la position à adopter par rapport à l'exclusion de certains secteurs d'activité. Les pourfendeurs de cette position déclarent qu'il est normal d'exclure systématiquement les entreprises qui ont une activité «immorale» ou qui travaillent dans un secteur d'activité qui va à l'encontre des principes du développement

durable. Ceux qui refusent d'adopter une telle position affirment que les valeurs morales et éthiques sont différentes en fonction des cultures et des zones géographiques et que l'utilisation d'un tel filtre empêche les gérants financiers de respecter les règles de la gestion financière.

**A. Kool** reconnaît qu'une politique d'exclusion d'un secteur d'activité est «un peu simpliste». Bien que PGGM veuille maintenir son critère d'exclusion sur l'armement, A. Kool voudrait réussir à distinguer les entreprises qui produisent du matériel de défense et les entreprises qui vendent du matériel aux états «peu respectueux du droit international» pour pouvoir n'exclure que ces dernières.

**A.E. Dine** : Le travail de Capital Group est d'analyser les entreprises. Nous n'excluons que si nous recevons une demande de la part de notre client.

### **Comment incorporer les principes ISR dans notre processus d'investissement ?**

*(extrait présentation A.E. Dine - Capital Group)*

#### **Mandats pour exclure des secteurs d'activité («sin accounts»)**

- Nous laissons nos clients décider s'ils veulent ou non exclure des secteurs d'activité (tabac, loterie, contraception, alcool, armements)
- Nous avons 25 ans d'expérience dans la gestion ISR
- Nous avons un système efficace pour contrôler notre processus de gestion ISR

#### **Engagement (technique de gestion ISR la plus moderne)**

- Les sujets soulevés devront être pertinents pour l'entreprise et l'investisseur
- Nous déterminons les sujets «sensibles» et garantissons notre «engagement»
- Nous n'adoptons pas une approche moutonnaire (bandwagon approach)

**IMPORTANT: Notre ISR stratégie doit «rentrer» dans notre processus de recherche existant et faire partie de notre connaissance d'investissement envers l'entreprise !**

<sup>7</sup> Deloitte & Touche, *Socially Responsible Investment Survey 2002*. Cette enquête a été menée au début de 2002 auprès de gérants de portefeuille appartenant à 65 maisons, gérant au total plus de 1.400 milliards de livres de capitaux pour leurs clients.

# La prise en compte par les gestions internationales

## 2. Les différents types de produits ISR

Lorsqu'on évoque les fonds socialement responsables, on pense le plus souvent aux fonds actions ! Pourtant, il existe des fonds «éthiques» obligataires, monétaires surtout que l'analyse «éthique» du sous-jacent existe grâce aux fonds actions. De plus, les règles d'analyse extra-financière pourraient également s'appliquer aux entreprises non cotées.

**A. Kool** précise que PGGM distribue aux Pays-Bas des produits immobiliers «éthiques» dans ses fonds et que «c'est d'ailleurs la partie la plus difficile à gérer». Il semble que le marché français ne soit pas encore assez mature pour ce type de fonds. Ces produits devraient se développer d'ici 3 ou 4 années.

**T. Wiedemann-Goiran**, pour sa part, indique que Macif Gestion a des fonds monétaires et obligataire «éthiques» dont l'analyse repose sur l'analyse pays.

## 3. Quels sont les facteurs qui peuvent inciter une société de gestion à avoir une offre ISR ?

Un certain consensus semble exister parmi la communauté ISR. Tous reconnaissent le manque de preuves pour prouver scientifiquement l'apport de l'analyse sociétale à la gestion financière même si beaucoup admettent «qu'intuitivement», il semble y avoir une corrélation positive entre la prise en compte de certains risques extra-financiers et la performance économique de l'entreprise.

### ISR: Nous croyons que...

(extrait de la présentation de A. Kool - PGGM)

- L'ISR n'est pas une mode, mais est fait pour perdurer
- L'ISR permettra d'obtenir des meilleures performances sur le long terme
- PGGM essaie d'être en première ligne pour obtenir le plus de retombées par rapport à ce développement

Plusieurs arguments peuvent être avancés :

- **L'intérêt des clients** (la responsabilité du gestionnaire financier): le retour sur investissement pour le client est la principale préoccupation de Capital Group.

Aux Etats-Unis, les autorités de régulation vérifient que le gestionnaire agit bien dans ce sens. Il est probable, à cet égard, que la nature de l'investisseur soit corrélée avec le degré de prise en compte du développement durable dans les objectifs d'investissement. Il y a, à cet égard, probablement une différence entre les fonds de pension et autres instruments de retraite, plus facilement enclins à intégrer ces objectifs et les institutionnels de type *mutual funds*, dont les objectifs de gestion les conduiront plus lentement à les intégrer. L'évolution de la demande de leurs clients sera bien sûr un aiguillon essentiel dans la prise en compte, par les gérants, des objectifs du développement durable. C'est ce que confirme clairement la même étude de Deloitte and Touche : d'après les personnes interrogées, l'intérêt des gérants de portefeuille pour le SRI est d'abord déterminé par la demande des clients.

- L'ISR n'est pas une mode, mais est fait pour perdurer
- L'ISR permettra d'obtenir des meilleures performances sur le long terme
- PGGM essaie d'être en première ligne pour obtenir le plus de retombées par rapport à ce développement

Or, il y a, d'après l'étude, un mouvement perceptible à cet égard : 50 % des gérants interrogés ont constaté, dans l'année qui a précédé l'enquête, c'est-à-dire 2001 et le début de 2002, un intérêt croissant pour le SRI de la part de leurs clients institutionnels et fonds de pension.

**Exemple :** Capital Group, fonds de pension américain, gère des actifs évalués à 689 milliards d'euros à fin mars 2002. Capital Group a une présence mondiale avec ses gérants de portefeuilles et ses analystes représentants 35 nationalités différentes et ses bureaux implantés dans 11 pays différents. Le fonds de pension a décidé d'installer son département ISR à Londres parce que «le marché européen est plus réceptif aux arguments extra-financiers que le marché américain».

## La prise en compte par les gestions internationales

- **Les réalités du marché** : il apparaît que les facteurs du développement durable (gouvernement d'entreprise, politique sociale et environnementale) sont des facteurs de risque que le gérant doit chercher à limiter.
- **Il existe de plus en plus de législations** qui incitent les investisseurs à prendre en compte le «socialement responsable» ou au moins à indiquer dans quelle mesure ils incorporent (ou non) des critères «éthiques» dans leur politique d'investissement : Grande-Bretagne, Allemagne, France, Belgique, Australie, Canada.

En Grande-Bretagne, l'ISR est devenu un enjeu pour la communauté financière. En effet, l'amendement au *Pensions Act* de 1995, entré en vigueur le 3 juillet 2000, demande aux trustees des fonds de pension de préciser dans leur déclaration de principes d'investissements :

- (a) dans quelle mesure (le cas échéant) des considérations d'ordre social, environnemental ou éthique sont prises en compte dans leur choix d'investissement.
- (b) leur politique (s'ils en ont une) à l'égard de l'exercice des droits (en particulier du droit de vote) liés à leurs investissements.

### Quelle est la motivation pour un gestionnaire «classique» de prendre en compte des critères ISR?

*extrait présentation A.E. Dine Capital Group*  
**Satisfaire les intérêts de sa clientèle (client focus)**

- le rendement financier reste la priorité du gestionnaire - les enjeux ISR représentent des considérations importantes
- vouloir identifier les risques potentiels auxquels pourraient être confrontés l'entreprise

### Satisfaire la demande du marché (market focus)

- prise de conscience en ce qui concerne la responsabilité sociétale des entreprises
- les questions sociales, environnementales et de gouvernement d'entreprise représentent des risques potentiels

### Satisfaire les évolutions de la législation

- législations concernant les fonds de retraite en GB, France, Allemagne, Belgique, Autriche et Canada
- législations demandant aux gestionnaires d'indiquer dans quelle mesure ils tiennent compte de critères sociaux et environnementaux dans leur processus de gestion

### La réglementation, outil de promotion de l'ISR ?

Les gestionnaires s'inquiètent qu'une trop forte réglementation de l'ISR nuise à la «créativité» des professionnels. Ces derniers voudraient pouvoir indiquer les caractéristiques «éthiques» de leur fonds et avoir une certaine liberté pour les adapter aux exigences de leur clientèle. La Commission «Investissement socialement responsable» de l'AFG<sup>8</sup> étudie les conséquences d'une labellisation de l'offre ISR: Est-ce que cela provoquerait un essor de la demande en raison d'une amélioration de la transparence des règles de gestion ou est-ce que cela freinerait la demande en raison du manque «d'originalité éthique» des fonds?

Les trois nouvelles lois [loi NRE, loi sur l'épargne salariale et loi sur les fonds de réserve pour les retraites] sont considérées comme étant plus des incitations que des obligations :

- La loi sur l'épargne salariale oblige seulement les gestionnaires à indiquer dans quelle mesure ils prennent en compte des critères sociaux et environnementaux dans leur politique de sélection des valeurs.
- La loi NRE impose seulement «le minimum» en matière de reporting extra-financier.
- La loi sur les fonds de réserve pour les retraites est considérée comme «plus contraignante». En effet, «le directoire du fonds met en œuvre les orientations de la politique de placement. Il contrôle le respect de celles-ci. Il rend compte régulièrement au conseil de surveillance et retrace notamment, à cet effet, la manière dont les orientations générales de la politique de placement du fonds ont pris en compte des considérations sociales, environnementales et éthiques».

<sup>8</sup> Association Française de la Gestion Financière



# La prise en compte par les gestions internationales

## **4. Les outils d'évaluation et d'appréciation du développement durable**

On peut mentionner les outils suivants :

- Envoi de questionnaires aux sociétés ;
- Notation sociétale, réalisée par une agence indépendante, dont l'investisseur se procure les notations ;
- Prise en compte du développement durable par l'analyse financière «traditionnelle», ce qui est un mouvement lent ;
- Recours aux services d'analystes «éthiques» ou «de développement durable», employés par les maisons ;
- Gestion utilisant les indices de développement durable.

D'après les réponses données dans l'étude Deloitte and Touche :

- 48 % des gérants interrogés disent utiliser des analyses spécialisées,
- 45 % posent des questions dans ce domaine lors des rencontres avec le management,
- 35 % disent utiliser des informations publiques,
- 25 % affirment tenir avec les sociétés des réunions ayant spécifiquement trait au SRI (ce qui, d'après Deloitte, paraît plus élevé que la réalité et n'est pas confirmé par les contacts du cabinet avec les sociétés de l'indice FTSE),
- et seulement 12 % utilisent des questionnaires qu'ils établissent et adressent aux sociétés.

## **5. Les modes d'action des investisseurs**

L'étude Deloitte relève quatre modes principaux d'interventions :

- negative screening, c'est-à-dire l'exclusion de certaines sociétés selon des critères éthiques ou de développement durable ;
- positive screening, c'est-à-dire, à l'inverse, une démarche de sélection de sociétés sur la base de critères de ce type ;
- engagement de manière à amener la société à faire évoluer son comportement ou les conséquences de son activité en matière environnementale, sociale et sociétale ;
- l'utilisation des moyens offerts aux actionnaires d'une société par le gouvernement d'entreprise, autrement dit l'activisme actionnarial.
- 65 % des maisons interrogées par Deloitte utilisent au moins deux de ces moyens, et

seules 17 % d'entre elles utilisent le *negative screening* comme leur seul outil.

## **6. Les moyens mis en place par les investisseurs pour la prise en compte du développement durable**

Un dernier critère important pour mesurer la progression de la prise en compte du développement durable par les gestions «généralistes» est l'examen des moyens qu'elles consacrent à ce domaine, à la fois en termes d'organisation, de personnel et de formation.

D'une manière générale, les analystes entretiennent de «bonnes» relations avec les entreprises avec lesquelles ils travaillent. Avec la mise en place de nouveaux critères d'analyse [des critères ISR], ils ont pu craindre de nuire à ces bonnes relations. Cette crainte a été considérée comme un frein à la mise en place d'une cellule ISR au sein des sociétés de gestion.

Aujourd'hui, ce qui n'a rien de surprenant, le tableau dressé par Deloitte est contrasté : 12 % des établissements n'ont aucune organisation en place, et ne traitent donc pas du tout des questions de ISR, et 37 % ont recours à un personnel non spécialisé pour traiter de ces questions.

41 % des réponses indiquent l'existence d'une équipe spécialisée – ce qui paraît être l'indication d'une imprégnation croissante des gestions généralistes par les thèmes du développement durable. Encore faut-il noter que les missions de ces équipes sont très variables : 13 % gèrent des fonds ISR, 15 % interviennent comme consultants ISR au profit de l'ensemble des équipes, 13 % remplissent à la fois ces deux missions. Seulement 10 % ont recours à un conseil extérieur dans ce domaine.

En matière de formation, la situation laisse encore à désirer : ainsi, dans plus de la moitié des cas, le personnel se forme «sur le tas», en collectant lui-même l'information disponible.

## **7. Quelle évolution prévoir ?**

On assiste ainsi à la combinaison de deux phénomènes indéniables : le développement des gestions «spécialisées» dans l'éthique ou le développement durable; une imprégnation difficile à mesurer encore précisément, mais dont un certain nombre de signes rendent compte très nettement,

# La prise en compte par les gestions internationales

des gestions «généralistes» par les thèmes du développement durable.

Ces évolutions, si la seconde d'entre elles en particulier se confirme et prend de l'ampleur, fait que nous nous trouvons à l'aube d'une situation très nouvelle et assez paradoxale. Résumons-la sous forme d'une interrogation : est-ce que ce sont finalement les marchés financiers, au travers des investisseurs institutionnels, qui vont amener véritablement les entreprises à franchir une étape décisive dans la prise en compte du développement durable, plus que ceux dont c'est la vocation première, au premier rang desquels les ONG, les activistes environnementaux ou sociétaux et les autres représentants de la société civile ?

Si cette hypothèse est la bonne, le gouvernement d'entreprise va jouer, ce qui n'était pas prévu au départ, un rôle décisif de courroie de transmission des impulsions du développement durable au monde de l'entreprise.

## Annexe

**Grille d'analyse concernant les pratiques des investisseurs en matière de développement durable.**

**Quelle définition du développement durable l'investisseur retient-il ?**

- Prise en compte du long terme au niveau de l'entreprise
- Prise en compte de la relation entre l'entreprise et son environnement
- Exclusion de certaines activités (jeu, sexe, défense, etc.)

**Typologie des investisseurs au regard du développement durable**

- *Les gestions généralistes*
- *Les gestions spécialisées*

**Typologie au regard du type d'investissement**

- actions
- obligations
- financement de projets
- fonds «carbone»

**Typologie au regard du type d'acteurs**

- Fonds de pension
- Mutual funds
- Autres grands institutionnels
- Gestion individualisée

**Typologie au regard de la clientèle**

- individuels faisant appel à une forme de gestion collective
- individuels faisant appel à une forme de gestion sous mandat
- retraités engagés dans des fonds de pension
- organisations religieuses, humanitaires, ONG, structures spécialisées ...

**Outils d'évaluation et d'appréciation du développement durable**

- questionnaires adressés aux sociétés par l'investisseur
- notation sociétale
- prise en compte du développement durable par l'analyse financière
- indices de développement durable

**Modes d'action des investisseurs**

- Décisions d'investissement ou de désinvestissement
  - *negative screening*
  - *positive screening*
- Interventions dans la vie de l'entreprise (*engagement*)
- Utilisation des outils du gouvernement d'entreprise (*shareholder activism*)

**Moyens mis en place par les investisseurs pour la prise en compte du développement durable**

- organisation : équipes spécialisées, etc
- formation du personnel.

# La prise en compte par les régulateurs de marché

19 septembre 2002

## Les intervenants :

Samia MEKIOUS, chargée de mission, Service des opérations et de l'information financières, Commissions des opérations de bourse (COB) Georges CARTON de Tournai, Directeur en charge du Service des études générales et juridiques, Commission bancaire et financière (CBF), (Belgique)

Jean-François BERNIER, Directeur des Marchés de Capitaux, Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ), (Canada)

## Sommaire :

1. Les régulateurs de marché
2. Les grandes caractéristiques des régulateurs de marché
3. La coopération entre les régulateurs de marché
4. A quoi faut-il veiller pour que l'information financière contribue le plus efficacement possible au développement durable ?
5. Quel lien entre les régulateurs de marché et le développement durable ?
6. Quelles problématiques pourront émerger ?

Le développement durable semble être un phénomène trop récent pour qu'il soit possible d'analyser les éventuelles positions des régulateurs de marché sur ce sujet. Cependant, les liens entre le développement durable et les régulateurs de marché sont en train de se développer. Les liens ne pourront se développer qu'en tenant compte de leurs compétences et dans la mesure où le cadre juridique dans lequel ils exercent ces compétences intègrera le développement durable.

Les régulateurs sont tenus par une compétence définie par les lois respectives des pays dont ils relèvent. Les régulateurs ne peuvent donc pas faire partie des «militants» du développement durable, ce qui serait une regrettable confusion des genres.

### **1. Les régulateurs de marché**

L'expression de *régulateurs de marché* est apparue dans la première moitié des années 90 en France, sous l'influence de l'américain *market regulation*, qui signifie réglementation et contrôle des marchés. Les

régulateurs, ce sont ainsi les autorités chargées de réglementer et de contrôler les marchés boursiers. Si l'on a alors parlé de «régulateurs», c'est pour insister sur le fait que le rôle de ces autorités constitue une modalité nouvelle de l'intervention de la puissance publique et que leur ambition, autant que de vérifier la conformité aux lois et règlements des comportements des acteurs professionnels, est de contribuer à l'équilibre d'ensemble du système financier, par son assainissement et par le contrôle des risques systémiques.

### **■ La SEC – Securities and Exchange Commission**

Les régulateurs de marché ont un «ancêtre commun», la *Securities and Exchange Commission (S.E.C.)* des Etats-Unis, instituée en 1934 dans le cadre du *New Deal*. C'est une autorité publique, située au niveau fédéral et placée sous le contrôle du pouvoir législatif. Elle est composée de la Commission, qui est l'organe délibérant, et des services. Elle dispose de pouvoirs considérables d'enquête, de réglementation et de résolution des litiges.

Elle n'a pas cessé, depuis sa création, de développer une volumineuse réglementation, qui constitue le cœur du droit des valeurs mobilières américain (*Securities Law*), bien distinct du droit des sociétés relevant quant à lui de la compétence des Etats. Qui disait que les Etats-Unis sont le temple du libéralisme ?

### **■ La FSA – Financial Services Authority**

En Grande-Bretagne, l'existence même d'une autorité de contrôle administrative, si contraire à la tradition britannique de *self-regulation*, fondée sur l'autocontrôle et la discipline des professionnels, paraissait a priori impensable. Mais la force du modèle américain étant telle, nos voisins britanniques se sont dotés eux aussi d'une autorité administrative en 1997, qui est aujourd'hui, après quelques mutations, la *Financial Services Authority (F.S.A.)*.

# La prise en compte par les régulateurs de marché

## ▪ La COB – Commission des Opérations de Bourse

En Europe, c'est la Commission des opérations de bourse (COB) qui est créée la première, en 1967.<sup>9</sup> Elle est immédiatement mise à contribution, en 1968, pour superviser la première OPA d'importance en France, celle de BSN sur Saint-Gobain...

La fusion de la COB, du CMF (Conseil des Marchés Financiers) et de la CDGF (Conseil de Discipline de la Gestion Financière) pour constituer une structure unique (l'Autorité des marchés financiers – AMF) est en cours.

## 2. Les grandes caractéristiques des régulateurs de marché

Au-delà des particularités des différents marchés, les régulateurs de marché ont aujourd'hui quelques grandes caractéristiques communes au travers du monde et une sorte de modèle s'est ainsi dégagé.

Première caractéristique, qui intéresse la science administrative : les régulateurs relèvent de ce que l'on appelle en France la *puissance publique*, même si la question de l'association des professionnels à la régulation se pose partout. Il convient ainsi de souligner que le modèle britannique de régulation purement professionnelle a été écarté de façon très générale. D'autre part, les régulateurs sont dotés d'un certain degré d'indépendance par rapport au pouvoir exécutif ; ils ne sont donc pas des services ministériels, au sens classique du terme.

En second lieu, leurs compétences se rattachent toujours à trois grandes fonctions :

- Participation à la fixation de normes ;
- Contrôle de l'application de ces normes ;
- Sanction des infractions.

Ces trois fonctions auxquelles il faut rattacher une fonction «pédagogique» concernant les marchés financiers, voire une fonction de promotion de l'investissement en bourse, visent en particulier les actionnaires individuels.

Les compétences des régulateurs s'appliquent partout à la fois aux marchés, aux intermédiaires de marché et aux gérants de capitaux pour le compte de tiers, sous l'angle à la fois de l'agrément et du contrôle de l'activité.

Leurs compétences s'appliquent également aux sociétés émettrices de valeurs mobilières, en particulier par le contrôle de l'information donnée aux marchés et par l'autorisation et le contrôle des opérations financières menées en bourse, comme en particulier les Offres publiques d'achat (OPA).

Enfin, la régulation des marchés coexiste partout avec la régulation bancaire et la régulation des assurances. Mais le mode de coexistence n'est pas aujourd'hui unifié, puisqu'il y a des cas, comme en France, où les trois systèmes de régulation sont distincts, même s'ils ont organisé leur mode de coopération, et, à l'opposé, des systèmes où les trois systèmes sont fusionnés, comme dans le modèle scandinave.

## Rôle et fonctions de la COB

La COB a cinq fonctions :

### ▪ La COB veille :

- A la protection de l'épargne
- A l'information des investisseurs. Elle délivre notamment un visa sur les notes d'information qui doivent obligatoirement être mises à la disposition du public dès lors qu'il y a un appel à l'épargne.
- Au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers

### ▪ La COB réglemente :

- La COB peut prendre des règlements concernant le fonctionnement des marchés placés sous son contrôle ou prescrivant des règles de pratique professionnelle qui s'imposent
- La COB peut adopter des instructions et des recommandations
- La COB peut être consultée sur l'interprétation de ses règlements par toute personne qui envisage une opération.

<sup>9</sup> Plus précisément, elle est la première commission européenne spécialisée dans le contrôle boursier. Mais la Commission bancaire et financière belge, créée en 1935, a été dotée très tôt de pouvoirs en matière de valeurs mobilières, en particulier dans le contrôle des opérations financières.

## La prise en compte par les régulateurs de marché

### ▪ La COB vise :

Toute personne, française ou étrangère, effectuant une opération avec appel public à l'épargne est tenue d'établir un prospectus (ou «note d'information») destiné à l'information des investisseurs, qui doit recevoir le visa de la COB.

En 2002, la COB a effectué une réforme de la procédure de visa (voir ci-après).

### ▪ La COB agréée :

- Les sociétés de gestion de portefeuille
- Les sociétés de gestion de fonds communs de créance
- Les sociétés de gestion des sociétés civiles de placements immobiliers
- Les OPCVM
- Les FCPR, les FCPE et les FCIMT

### ▪ La COB surveille et peut prononcer des sanctions :

La réforme de la COB concernant les procédures de visa concerne le contrôle a posteriori des documents de référence. Cette évolution a une première conséquence directe : le dépôt et la publication du document de référence peuvent se faire dès le lendemain de leur certification ; et cela sous la responsabilité de l'émetteur et des commissaires aux comptes.

La COB peut demander deux types de modifications suite à un contrôle a posteriori des documents remis par l'entreprise. Elle peut soit demander une «rectification immédiate» si les documents remis contiennent d'importantes inexactitudes, soit demander à l'entreprise de modifier certains points dans ses prochaines publications.

**Question :** Est-ce que la COB a adressé de nombreuses remarques ou fait des demandes de «mises au point» ? Fait-elle des remarques aux intermédiaires ?

**S. Mekious :** La COB n'est intervenue que lorsqu'il y avait des «graves manquements». Elle n'a pas réalisé de statistiques sur le sujet, mais il y en a eu très peu. Les actualisations volontaires ont été très nombreuses.

Concernant la responsabilité des intermédiaires, il faut bien être conscient qu'il existe très peu de jurisprudence. La COB n'a pas encore pu tester véritablement

le système du fait de l'absence d'opérations.

**G. Carton de Tournai:** En ce qui concerne les sanctions, la Commission bancaire et financière belge ne dispose pas de beaucoup de pouvoir. Cependant, **elle dispose tout de même du pouvoir de rendre public ses remarques** ; ce qui est redouté par les entreprises même si l'effet sur le marché est faible. Elle dispose depuis peu de temps «d'un pouvoir d'astreinte et d'un pouvoir d'amende». Cependant, ce sont des pouvoirs difficiles à mettre en œuvre car il nécessite de mettre en place, au préalable, des procédures judiciaires très complexes.

### ▪ Les procédures de délivrance du visa et de contrôle de l'information financière

En ce qui concerne les procédures de délivrance des visas, la COB :

- a accru ses exigences en matière de transparence (concernant la procédure spécifique d'introduction en bourse et concernant la formalisation plus stricte du contenu des communiqués, notamment lors du lancement d'opérations),
- a assoupli la procédure de délivrance du visa,
- a augmenté la responsabilité des différents intervenants.

### 3. La coopération entre les régulateurs de marché

Etant donné l'internationalisation des marchés, la coopération internationale est une condition nécessaire d'une régulation efficace. C'est pourquoi les régulateurs ont depuis longtemps organisé cette coopération. Trois modalités principales peuvent être relevées :

#### ▪ La coopération bilatérale :

Elle porte en particulier sur l'échange d'information, c'est-à-dire sur le maniement de cette denrée particulièrement sensible que constituent les informations individuelles et nominatives couvertes par le secret professionnel, nécessaires à l'établissement des preuves dans des domaines comme celui du délit d'initié, mais dont l'utilisation est soumise aux garanties requises pour les personnes en cause au regard des libertés publiques.

# La prise en compte par les régulateurs de marché

## ▪ En Europe :

La coopération revêt une importance toute particulière. Le cadre juridique des marchés est en voie d'unification, grâce aux directives européennes, comme celle qui est actuellement en cours d'élaboration sur les prospectus requis lors de l'admission aux négociations d'un marché réglementé d'une valeur mobilière, ou lors de l'appel public à l'épargne. Il n'est pas aujourd'hui question d'instituer un régulateur européen unique, mais, en revanche, la coopération s'est encore étoffée et organisée avec l'institution, au début de 2002, du *Committee of European Securities Regulators (CESR)* - prononcer : «césar»...).

## ▪ Sur le plan international :

L'Organisation Internationale des Commissions de valeurs (OICV, *IOSCO* en anglais) offre un forum indispensable qui permet, à la fois, aux régulateurs de travailler à une harmonisation mondiale des normes, et de faire face de façon coordonnée aux soubresauts qui affectent périodiquement la vie des marchés.

**Question :** Comment les évolutions des réglementations de la COB se situent-elles par rapport à celles des autres pays européens ?

**S. Mekios :** Les réformes engagées par la COB semblent bien acceptées par les autres pays européens.

La notion de «document de référence» est une spécificité française.

En ce qui concerne la réforme des visas, la France se situe au même niveau que les autres pays européens : les objectifs de «transparence» et de «flexibilité» de l'information se retrouvent partout.

En ce qui concerne la notion de responsabilité, la COB s'est inspirée de la situation aux Etats-Unis. Par contre, l'institution n'a pas souhaité prendre parti sur la qualification juridique de la responsabilité des intermédiaires.

## **4. A quoi faut-il veiller pour que l'information financière contribue le plus efficacement possible au développement durable ?**

La confiance envers les acteurs du marché est essentielle pour faire fonctionner efficacement le système et contribuer au développement de l'économie. Un bon

fonctionnement des quatre points suivants est nécessaire :

- Des règles comptables et de leur contrôle
- A l'organisation correcte du gouvernement d'entreprise
- A l'intervention du législateur dans les règles de «gouvernement d'entreprise»
- Au rôle de l'auditeur externe

La question est de déterminer le rôle à donner à la puissance publique en matière de réglementation. Le législateur est actuellement concerné par deux questions :

- L'autorisation ou l'interdiction du renouvellement des mandats des auditeurs ?

Sur ce point, deux points de vue existent. Il y a d'un côté ceux qui pensent qu'il faudrait interdire le renouvellement des mandats des auditeurs car il s'agit «d'un jeu à somme nulle» en ce qui concerne leur rémunération. De l'autre côté, il y a ceux qui soutiennent qu'un auditeur a besoin de beaucoup de temps pour bien connaître la situation de l'entreprise qu'il audite et que, en plus, il n'existe que quatre cabinets de taille mondiale pour auditer les multinationales. Une solution pour mieux engager la responsabilité du conseil d'administration devant la «justesse» du jugement des auditeurs serait de demander au conseil d'administration de désigner l'auditeur.

- La séparation ou non des activités de conseil et d'audit ?

Evoquer la question de la séparation des activités d'audit et de conseil revient à évoquer la question de la rémunération des auditeurs ! En effet, dans de nombreux cas, l'auditeur accepte d'être «insuffisamment» rémunéré pour obtenir des contrats de conseil.

**Remarque :** Il existe tout de même une certaine pression de la part des entreprises qui ne veulent plus payer «juste» pour respecter des règles. Les principes/règles comptables sont suffisamment flous pour que les auditeurs puissent affirmer «ce qu'ils veulent».

D'ailleurs, il existe une demande de la part des vérificateurs d'avoir des règles strictes de la part du marché pour ne plus avoir de latitude dans l'interprétation des règles

## La prise en compte par les régulateurs de marché

(«Il faut toujours se souvenir qu'il existe des pressions importantes de la part du marché et que les montants en jeu sont très importants !»).

### **5. Quel lien entre les régulateurs de marché et le développement durable ?**

Face à un phénomène aussi récent que le développement durable, le lien avec les régulateurs de marché est loin d'être évident !

En premier lieu, les régulateurs sont tenus, ce qui est tout à fait légitime, par une compétence définie par les lois respectives des pays dont ils relèvent. Les régulateurs ne peuvent donc pas faire partie des «militants» du développement durable, ce qui serait une regrettable confusion des genres. Le lien des régulateurs de marché avec le développement durable ne pourra se développer que conformément à leurs compétences et dans la mesure où le cadre juridique dans lequel ils exercent ces compétences intègrera le développement durable.

*A cet égard, deux supports apparaissent d'ores et déjà comme devant constituer l'ancrage du développement durable dans l'univers des régulateurs de marché :*

#### **■ Le contrôle de l'information donnée par les gérants de capitaux à leurs clients ;**

Ce point d'ancrage se développera dans tous les cas où, comme c'est le cas par exemple depuis peu en Grande-Bretagne<sup>10</sup> et en France<sup>11</sup>, certaines catégories de fonds (comme les fonds de pension ou les fonds d'épargne salariale) sont tenus d'intégrer des critères sociaux ou environnementaux dans leurs décisions d'investissement, ou du moins d'informer le public quand ils prennent en compte de tels critères.

Les régulateurs seront donc amenés à se prononcer sur la mise en œuvre de ces dispositions, en particulier en ce qu'elles touchent à la qualité de l'information délivrée aux clients et souscripteurs.

#### **■ Le contrôle de l'information donnée par les sociétés cotées à leurs actionnaires et aux marchés.**

Ce second point d'ancrage prendra corps dès que le cadre juridique fera obligation aux sociétés cotées de rendre compte à leurs actionnaires et aux marchés de la manière dont elles prennent en compte leur responsabilité sociétale et environnementale.

C'est désormais le cas en France, avec la loi sur les nouvelles régulations économiques (N.R.E.)<sup>12</sup>.

On peut prévoir que, petit à petit, dans l'ensemble du monde, les informations concernant la prise en compte du développement durable par l'entreprise vont entrer dans le corpus de données que tout émetteur se doit de communiquer aux marchés.

**Débat :** La position de la COB, en tant que régulateur financier, sur les évolutions des critères «développement durable» qui devront être considérés par les différents acteurs du marché.

**Remarque :** L'information financière est très transparente (elle est fournie par l'entreprise puis certifiée par un commissaire aux comptes avant d'être contrôlée par la COB). Par contre, à l'heure d'aujourd'hui, l'information sociale et environnementale n'est pas certifiée [par le commissaire aux comptes]. Quelle sera la position de la COB lorsqu'elle s'apercevra que de l'information sociétale erronée a été communiquée (par exemple si une nouvelle catastrophe industrielle comme celle de Bophal a lieu)?

**S. Mekious :** La COB n'a pas de compétences particulières pour juger de la qualité de l'information sociale et environnementale fournie par l'entreprise. Elle n'a aucun pouvoir d'investigation dans ce domaine. Il en est de même pour les commissaires aux comptes qui peuvent malheureusement être amenés à engager leur responsabilité sur l'évaluation d'un passif environnemental, sans avoir tous les tenants en main. La COB ne certifie pas l'information. Il est par contre évident que «des sanctions sont prévues pour les cas où il est prouvé que l'information fournie était trompeuse».

<sup>10</sup> L'amendement au *Pensions Act* de 1995 entré en vigueur le 3 juillet 2000

<sup>11</sup> Loi sur l'épargne salariale du 19 février 2001

<sup>12</sup> L'ORSE a publié une étude qui recense l'ensemble des législations européennes en matière de reporting social et environnemental

## La prise en compte par les régulateurs de marché

**Question :** Poussez-vous à la création d'organismes spécialisés [qui puissent certifier les informations sociétales] ? Cela permettrait également à la COB de déléguer cette responsabilité.

**S. Mekious :** L'existence d'un tiers indépendant est toujours bien acceptée par le marché. Cependant, la COB n'incite personne à la création d'un tel organisme, même si elle voit cela d'un bon œil.

La position de la COB en ce qui concerne la loi NRE est détaillée dans son Bulletin mensuel de janvier 2002<sup>13</sup>.

Il est impossible de tout éviter avec des textes. Il faut prévoir des sanctions même si des textes obligent les acteurs à adopter tel ou tel comportement. Or, en France, le régulateur financier dispose de très peu de pouvoir pour sanctionner. Le lien entre le régulateur de marché et le développement durable concerne peut être l'intégrité des acteurs du marché.

Il faut savoir que les bourses sont en situation de concurrence entre elles et qu'elles ne devraient pas, de ce fait, être en mesure de fixer des règles de réglementation. Pourtant, à l'heure d'aujourd'hui, il existe des différences entre Euronext et le London Stock Exchange. Euronext n'a pas pris de mesures spécifiques concernant les règles de gouvernement d'entreprise alors que la bourse londonienne en a prises (avec Next Prime et Next Economy, Euronext semble suivre la tendance).

### **6. Quelles problématiques pourront émerger ?**

Trois remarques (non conclusives...) visent à jeter quelque lumière sur l'évolution possible de la prise en compte encore embryonnaire du développement durable par les régulateurs de marché.

- Le contrôle par les régulateurs de certaines données de développement durable, et en particulier de celles ayant trait à l'environnement et aux incidences sur l'environnement des activités de l'entreprise, est loin d'aller de soi. Il sera donc essentiel d'analyser jusqu'où va la responsabilité du régulateur dans le contrôle des déclarations des sociétés cotées concernant leurs engagements ou

leurs réalisations dans le domaine du développement durable.

- La crise de confiance que nous traversons aujourd'hui vis-à-vis de l'information délivrée par les sociétés cotées à leurs actionnaires et aux marchés financiers, à la suite d'une série de déconfitures spectaculaires aux Etats-Unis et en Europe depuis quelques mois, ne peut être sans incidence sur l'évolution de la prise en compte du développement durable par les régulateurs. On peut faire l'hypothèse que ce contexte ne peut qu'accélérer cette prise en compte, en particulier sous l'aspect de la qualité de l'information, de la qualité des comptes et du gouvernement d'entreprise.

- Cette évolution se situera également dans le débat sur la prise en compte du long terme par les entreprises, et sur les pressions éventuellement «court-termistes» que les marchés financiers exerceraient sur les entreprises, sur leur gestion et même sur la fixation de leur stratégie.

Les régulateurs de marché, situés précisément à cette articulation, auront à préciser leur position. Ne citons qu'un exemple : comment va évoluer, à la lumière de ce débat, la question du développement de la publication des comptes trimestriels ?

Est-il encore temps de moduler l'application d'une exigence présentée jusqu'à peu comme un ingrédient incontournable d'une relation adulte entre l'entreprise et les marchés ?

Finalement, les trois interrogations suivantes résument assez bien les interrogations à se poser quant à l'intégration du développement durable par les régulateurs de marché :

- Les administrateurs qui adoptent un comportement contraire aux principes de la RSE peuvent-ils légitimement prétendre ainsi agir dans le meilleur intérêt de leurs actionnaires ?

- Les administrateurs se privent-ils d'adopter un comportement conforme aux principes de la RSE par crainte de ne pas agir dans le meilleur intérêt de leurs actionnaires ?

- La RSE peut-elle aller jusqu'à protéger les actionnaires contre leurs propres mandataires (administrateurs et dirigeants) lorsque le comportement de ces derniers contrevient à l'éthique ?

<sup>13</sup> téléchargeable à : [http://www.cob.fr/Styles/Default/documents/general/3982\\_1.pdf](http://www.cob.fr/Styles/Default/documents/general/3982_1.pdf)



# La prise en compte par les agences de notation financière

29 octobre 2002

## Intervenants

Eric de Bodard, Directeur Général de Moody's France SA

Olivier de Combarieu, Responsable de l'analyse entreprise, Fitch

Jeanne-Françoise de Polignac, Président Standard & Poor's France

Geneviève Féron, Présidente Core Ratings

## Sommaire

1. Rôles et caractéristiques des agences de notation financière
2. Les évolutions récentes du métier
3. Horizon temporel de la notation et gestion des notes dans le temps
4. La réglementation du marché de la notation financière
5. La rémunération des agences
6. Les paramètres pris en compte par la notation financière
7. La prise en compte du développement durable par les agences de notation financière
8. Futurs enjeux

### 1. Rôles et caractéristiques des agences de notation financière

L'objectif de la notation financière est d'apprécier la qualité d'un émetteur à rembourser sa dette en temps et en heure, c'est-à-dire selon l'échéancier prévu. Toute l'analyse tourne autour des facteurs qui constituent un risque ou un avantage pour cette capacité de remboursement. C'est pourquoi beaucoup d'intervenants de marché sont intéressés par les analyses des agences de notation financière. La notation est construite pour apporter une réponse aux investisseurs en papiers et en obligations.

La notation a pour vocation à être prédictive pour accroître la transparence entre les différents acteurs du marché financier. Les agences regardent s'il y a une corrélation entre la notation et les défaillances des entreprises sur le long terme. Sur chaque notation, il peut y avoir une opinion qui évolue avec le temps. Cette opinion peut être validée ou invalidée par les différents scénarios qui peuvent exister sur cette valeur.

Il existe une asymétrie d'information entre les investisseurs et les émetteurs : les vendeurs disposent de plus d'information que les acheteurs. Le rôle d'une agence, c'est d'améliorer le flux d'information qui existe en réduisant cette asymétrie. L'idée est de contribuer à une plus grande efficacité des marchés en augmentant l'accès au marché pour les émetteurs et en réduisant les coûts pour les investisseurs en permettant une meilleure collecte, une analyse et un suivi de la situation financière des émetteurs avec une certaine économie d'échelle et une certaine spécialisation.

### **Le rôle d'une agence**

- Fournir une opinion indépendante, objective et prospective sur le risque de crédit
  - valeur prédictive en moyenne
- Accroître la transparence dans les marchés désintermédiés de dette
  - améliorer le flux d'information (réduire l'asymétrie entre émetteurs et investisseurs)
  - pour une plus grande efficacité des marchés

*Source : Moody's – Octobre 2002*

Les signaux donnés par la notation sont beaucoup moins volatiles que ceux donnés par d'autres indicateurs dans les marchés ; en particulier ce qui concerne les spreads (pour les obligations) et les notations de type quantitatif. La notation est donc fondée sur le futur. Il y a toujours un certain nombre de scénarios possibles avec des probabilités différentes. L'idée de la notation n'est pas de faire une moyenne pondérée de ces scénarios et de leur probabilité pour arriver à une note. La note est basée sur le scénario central même si les agences indiquent tout de même au marché l'existence d'autres scénarios et les conséquences qui pourraient en résulter.

La notation cherche également à éviter la volatilité. Les agences ne veulent pas envoyer des signaux négatifs intempestifs et veulent éviter d'avoir à «renverser» leur notation. Cependant, les agences se refusent à toute «forebearance» (ce qui se traduirait par «tolérance» en français) même si c'est un mot un peu fort.

# La prise en compte par les agences de notation financière

Une fois une décision arrêtée, elle est exprimée quelles qu'en soient les conséquences pour l'émetteur. La crédibilité du métier est basée sur l'indépendance des agences et c'est ce qui fait la valeur pour les investisseurs.

## **Quelles différences avec l'analyste crédit ?**

La finalité n'est pas la même mais les matériaux sont communs. La démarche initiale est également la même : c'est la compréhension d'un modèle économique. Néanmoins, ensuite il y a une certaine divergence entre les deux approches : la notation s'intéresse à des titres à revenus fixes (i.e. la rémunération ne variera pas en fonction des performances de l'entreprise). D'une certaine façon, les agences de notation financière sont plus attentives à des facteurs de stabilité et de prévisibilité, de durabilité qu'à des facteurs de croissance. Il s'agit là d'une grande différence entre ces deux types d'analyses. On peut dire que les facteurs de diversification sont pris en compte dans la démarche de l'analyse crédit alors que dans une analyse financière traditionnelle le phénomène de «pure player» est présent.

## **Quelles différences avec l'audit financier ?**

Les agences de notation travaillent sur des comptes audités. Il est facile de savoir si l'entreprise a adopté une stratégie comptable conservatrice ou agressive. L'un des objectifs des agences est de se faire une opinion là-dessus. Il peut par exemple exister des relations entre les dates d'échéance des dettes et la date d'arrêt des comptes pour minimiser le montant de la dette à reporter. Pendant la «bulle Internet», les méthodes comptables utilisées par les entreprises américaines des télécoms étaient très agressives (avec par exemple des comptabilisations de futurs chiffres d'affaires...).

## **2. Les évolutions récentes du métier**

L'évolution récente du métier de la notation financière est marquée par deux phénomènes principaux :

- son développement et sa généralisation pour les émetteurs obligataires ;
- sa «visibilité» de plus en plus grande.

Ainsi, les notes, et singulièrement les changements de notes concernant les principaux émetteurs, qui n'intéressaient il y a peu que les spécialistes des placements obligataires, sont maintenant largement commentés et diffusés. Cela donne à l'activité des agences de notation un impact et des conséquences qui n'étaient pas prévus à l'origine.

L'impact d'un changement de note est désormais clair sur le coût des capitaux que peut lever ou même emprunter un émetteur. Une baisse de note est une décision dont les conséquences sont très coûteuses pour une entreprise déjà jugée en difficulté, puisque l'agence a estimé qu'il fallait dégrader sa note.

Mais l'impact d'un changement de notation va beaucoup plus loin : il a une incidence croissante sur les cours de bourse de l'entreprise en cause, ce qui ne fait pas du tout partie des objectifs du rating financier.

Cette activité dont le développement, en Europe du moins, est relativement récent, se voit soudain projetée sous les feux de la rampe - ce qu'elle n'avait pas souhaité - et ses méthodes questionnées et mises en cause, de par l'impact même de ses décisions sur des éléments qu'elle ne prétend pas embrasser dans ses analyses...

La sévérité de certains commentaires est due à la fois à toutes ces conséquences - que l'«industrie» de la notation elle-même de la notation, encore une fois, n'a pas voulu - mais aussi au défaut de prévision de certaines grandes déconfitures récentes, comme cela a été le cas, aux Etats-Unis, dans le cas d'ENRON.

S'agit-il d'une arrivée à maturité de cette activité, qui est sommée par le reste de la société, comme tout un chacun, de rendre des comptes ?

## **3. Horizon temporel de la notation et gestion des notes dans le temps**

L'horizon de la notation financière est d'environ 18 mois à 3 ans. On peut aussi considérer un horizon de court terme, c'est-à-dire moins d'un an et qui apprécie la capacité à rembourser une dette à moins d'un an. Cela peut être plus si la visibilité est plus grande dans le secteur mais c'est à peu près le type d'horizon auquel nous nous intéressons.

## La prise en compte par les agences de notation financière

Même si l'on parle de long terme, il est très important de s'intéresser au court terme (il faut rappeler que personne n'atteint le long terme s'il ne passe pas le court terme), en particulier dans la dimension refinancement et liquidité qui est le sujet qui est probablement le sujet le plus difficile pour les émetteurs. De toute manière, le long terme dépasse rarement 3 à 5 ans ; même dans un environnement stable.

Ainsi, l'horizon de la notation financière n'est pas du tout le même que celui du développement durable (une génération, c'est-à-dire 30 ans). Y a-t-il incompatibilité totale entre les deux concepts ? Pas autant qu'il pourrait y paraître même si les objectifs des deux notions ne sont pas les mêmes. Ceci dit, d'après les statistiques de Standard & Poors, la validité des notes des entreprises est en général bien supérieure à 3 ans. Certaines changent, bien sûr. Mais en fait, les grandes sociétés ayant eu une bonne note les ont conservées au cours des 20 ou 25 dernières années. La stabilité des notes des entreprises ayant été notées AAA en 1991 est assez remarquable : 60% d'entre elles étant restées au cours des ces 10 dernières années dans les catégories AAA ou AA. A 21 ans, ce taux est encore de 36 %. Qu'est-il arrivé aux autres entreprises ? Un certain nombre n'est plus noté parce que des entreprises ont été restructurées, absorbées... Il y a donc une assez grande stabilité. Pour être honnête, la stabilité est bien moindre pour les notes plus «faibles». Cela argumente bien l'idée selon laquelle les agences de notation financière ne font pas de la notation du présent. Ce qui compte, c'est la tendance. Quels que soient les éléments que l'on analyse, on ne s'intéresse pas aux événements conjoncturels ; sauf si ces éléments peuvent affecter la stabilité de l'entreprise sur le long terme.

**La durée de vie des notes est de fait bien supérieure à un horizon de trois à cinq ans et la recherche de la stabilité une préoccupation permanente des investisseurs**

**Cette stabilité existe pour les catégories de notes les plus élevées**

- 60% des sociétés notées **AAA** en 1991 étaient notées **AAA/AA** dix ans plus tard  
- à 21 ans, ce taux était encore de **36%** au **1<sup>er</sup> janvier 2002**

*Une notation financière n'est pas **instantané** c'est une anticipation à aussi long terme que possible d'une évolution de la qualité de crédit d'une entreprise*

*Source : Standard & Poor's – Octobre 2002*

### **La gestion des notes dans le temps**

Les émetteurs qui demandent une notation ont la possibilité de ne pas la publier pour la première fois et cela parce qu'il semble que ce soit plus favorable au développement harmonieux des marchés. Une fois que la note est publiée et une fois qu'elle est attachée à un instrument de dette, les agences maintiennent systématiquement la notation à jour pour que les investisseurs puissent s'appuyer dessus pour prendre leur décision. La dissémination de l'information est effectuée grâce à un système qui la rend instantanément disponible pour l'ensemble des intervenants de marché. En effet, il est important d'assurer une égalité d'accès à cette information.

### **Les perspectives associées aux notes**

La notation reflète les fondamentaux de l'entreprise. Moody's s'était interrogé sur l'opportunité de supprimer les perspectives (positive, stable, négative). En effet, les perspectives expriment seulement 25% de probabilité qu'une note évolue dans le sens de la perspective dans les 12 à 18 mois. Or le marché réagit (trop ?) fortement sur les changements de perspectives (voir plus fortement que sur les changements de note). Moody's s'était donc interrogé sur l'opportunité de maintenir ses perspectives. A la demande du marché, et en particulier des investisseurs, l'agence continue à indiquer les évolutions possibles des notes. Avant de changer une note, l'agence effectue une période de revue. Quelle est la différence entre une revue et une perspective ? C'est une question à la fois de probabilité et de raison. La probabilité d'une revue est de 50 % de chance de changement de la note. La deuxième raison, c'est la question du temps. La revue est généralement réalisée dans une période de 90 jours.

# La prise en compte par les agences de notation financière

## **4. La réglementation du marché de la notation financière**

Concernant la réglementation du métier des agences de notation financière, il faut se demander :

- Si une réglementation pourrait améliorer par rapport à la situation actuelle ?
- Si une réglementation pourrait apporter des effets pervers ?

En ce qui concerne le premier point, il n'a jamais été reproché aux agences d'avoir des conflits d'intérêt qu'elles n'arrivaient pas à gérer (d'ailleurs, elles n'exercent qu'un seul métier). Leur fonds de commerce est fondé sur leur crédibilité que les intervenants de marché leurs accordent.

En ce qui concerne d'éventuels effets pervers d'une réglementation, il faut reconnaître que la concurrence actuelle entre les agences s'exerce sur la qualité de leur opinion (et par-là sur leur capacité à prévoir le futur) plutôt que sur tout autre paramètre. Tout système qui viserait à contrôler leur méthodologie ou à diriger le résultat de leur recherche serait un système qui pourrait être très dangereux.

Il existe seulement quatre agences de notation financière agréées par la SEC (S&P, Moody's, Fitch et Dominion Bond Rating, une quatrième agence canadienne agréée fin 2002).

La SEC exerce un certain contrôle sur les agences dans le sens où elle interroge les investisseurs pour savoir s'ils sont satisfaits de la qualité des notations. Tant que les investisseurs leur font confiance, la SEC est satisfaite.

Depuis l'Affaire Enron, la SEC examine les différentes alternatives existantes pour renouveler la confiance du marché. Des éléments de contrôle ont déjà été mis en place ; mais ces nouveaux éléments concernent surtout les auditeurs et les banques d'affaires. En ce qui concerne les agences de notation, la SEC est en train de revoir certains éléments de procédure.

Que peut-on réglementer ? Si c'est la communication des agences (ce que l'on a le droit de dire et ne pas dire), alors on se retrouve dans la problématique de la presse. Il y a eu des tentatives de réglementation en Amérique du Sud par les autorités de réglementation sur la nature des informations diffusables par les

agences ; ni les grandes agences de notation ni les investisseurs ne les ont suivies. L'idée d'interdire aux agences de communiquer pendant les heures d'ouverture de marché semble difficile également ; notamment parce que les marchés sont finalement ouverts 24/24 en raison des décalages horaires.

## **5. La rémunération des agences**

Les agences ne rendent pas public le montant des rémunérations qu'elles touchent mais indiquent une fourchette des montants perçus. Les trois agences ont une taille suffisamment importante pour ne pas avoir de clients dominants qui pourraient remettre en cause leur indépendance.

Le système actuel est relativement flexible. A l'origine, la rémunération était fondée sur l'émission. Il y avait un barème en fonction du volume de l'émission. En Europe, cela a été un peu plus compliqué car il y avait des émetteurs qui demandaient une note sans vouloir forcément réaliser une émission. Il y avait toujours un premier barème à la notation et ensuite il y avait une facturation à l'émission (cela existe toujours). Il y a également un suivi puisqu'une note, dès qu'elle est publiée doit être suivie. Il y a donc une rémunération pour le suivi qui est forfaitaire. Il y a une articulation entre une rémunération forfaitaire et une rémunération qui, jusqu'à un certain point, est liée aux émissions qui sont réalisées. C'est un système qui peut évoluer mais qui a atteint un équilibre relativement satisfaisant.

## **6. Les paramètres pris en compte par la notation financière**

Au niveau de la méthodologie, une notation d'entreprise s'intéresse à trois grands paramètres :

- **le risque sectoriel**, c'est-à-dire dans quel secteur d'activité un émetteur intervient. Chaque secteur a des caractéristiques propres au niveau intensité capitalistique, au niveau cyclique, au niveau de la technologie. Ces caractéristiques font porter des risques différents sur l'émetteur. Il y a des marchés qui ont été très porteurs à une époque et qui le sont moins aujourd'hui et, au contraire, il y a des marchés qui se développent. Et d'autre part, dans un même risque, on peut avoir un modèle opératoire différent.

## La prise en compte par les agences de notation financière

Là encore, il s'agit vraiment de l'analyse à long terme pour voir si l'activité de l'entreprise peut être pérenne.

Il faut également regarder la dépendance de l'entreprise vis-à-vis des cycles économiques. Est-ce que ces cycles peuvent la mettre en péril ?

- **le risque financier** c'est le degré d'endettement auquel l'entreprise souhaite opérer.
- **le management** : il impulse et définit la stratégie. La notation apprécie les modèles économiques de diversification et cherche à savoir si le modèle économique va durer dans le temps. Les agences cherchent à identifier les inflexions stratégiques que le management pourrait prendre et qui modifieraient le profil de risque de l'entreprise. Il est important de déterminer si le management a le goût du risque ou s'il fait preuve de prudence. En effet, il faut déterminer si l'entreprise souhaite axer sa stratégie sur un certain nombre de points forts, se concentrer dans un certain nombre de domaines ou si elle a une stratégie beaucoup plus expansionniste (et que l'objectif du management semble être principalement de se positionner dans un grand nombre de métiers). La notation est une démarche qui a une donnée subjective : c'est d'abord une démarche collégiale, c'est-à-dire que c'est le résultat d'une discussion entre plusieurs analystes qui arrivent à une décision commune. Les agences essaient également de déterminer si l'agence est dans une démarche qui souhaite privilégier l'actionnaire ou si elle souhaite donner un poids égal à tous les participants au financement de l'entreprise et cela principalement pour savoir si les prêteurs ne vont pas être lésés au bénéfice des actionnaires (c'est typiquement le cas des structures à fort effet de levier).

Ces trois éléments sont interdépendants. Si le risque sectoriel est élevé, la tolérance pour le risque financier sera plus faible à note égale. Le management détermine le risque financier auquel il souhaite opérer mais n'a qu'une influence sur le risque sectoriel qu'il ne peut pas complètement contrôler.

### Quelle stabilité des cash-flows en période de crise

#### Une entreprise saine paiera ses dettes et satisfera ses actionnaires

- L'attrait des marchés
- Le positionnement concurrentiel

#### La spécificité des titres à «revenus fixes»:

- Pas de différer d'intérêts en période de crise
- Pas d'augmentation de la rémunération si hausse des bénéfices

#### L'attention portée aux facteurs de diversification

- Diversification géographique
- Diversification des métiers

*Source : Fitch – Octobre 2002*

### 7. La prise en compte du développement durable par les agences de notation financière

#### Quelle lisibilité de la stratégie

Le profil de risque de l'entreprise est-il susceptible de se modifier à moyen terme ?

- Goût du risque/prudence
- Equilibre actionnaire/prêteur
- Concentration/expansionnisme
- Opportunisme/plan à long terme

Il est coutume de dire que les agences de notation financière intègrent tous les critères qui permettent d'estimer la qualité du modèle économique de l'organisation évaluée et ce, sans état d'âme «idéologique». Ainsi, certains critères extra-financiers comme le risque pays serait pris en compte depuis de nombreuses années. Pourtant, il semble tout de même que la montée en puissance des agences de notation extra-financière ainsi que montée des préoccupations sociétales de la part du public aient incité les agences de notation financière à formaliser un peu plus leur méthodologie quant à l'incorporation des critères de «développement durable» dans leur méthodologie générale.

Le critère «qualité du gouvernement d'entreprise» est clairement le critère de développement durable le plus intégré par les agences de notation financière.

## La prise en compte par les agences de notation financière

D'ailleurs la publication des nombreux rapports et recommandations de ces dernières années (rapport Viénot 1&2 (1995 et 1999) puis rapport Bouton (2002) en France, rapport Cadbury (1992) en Grande-Bretagne, principes directeurs de l'OCDE (1999)... ) laissent penser que ce critère est réellement pris en compte par la communauté financière.

Standard & Poor's propose depuis 2000 un service «Corporate governance scoring» qui consiste à évaluer de manière approfondie les pratiques d'une entreprise en matière de gouvernement d'entreprise.

En juin 2002, Moody's a annoncé son intention d'approfondir ses analyses effectuées sur les entreprises en y incluant d'autres éléments comme la qualité et le niveau de transparence des informations financières ainsi que les pratiques de gouvernement d'entreprise. Pour cela, l'agence a recruté l'expert en gouvernement d'entreprise du fond de pension américain TIAA-CREF.

L'année 2002 a également vu la création de CoreRatings (agence de notation extra-financière), dont l'actionnaire est le même que celui de Fitch Ratings ; à savoir Fimalac.

D'une manière générale, les agences veulent tenir compte de tous les critères qui permettent de contribuer à la détermination de la capacité financière de l'entreprise.

### **Sur quels facteurs non-financiers porte l'analyse ?**

Les environnements culturels peuvent jouer. Par exemple, une restructuration n'est pas menée de la même manière en France et aux Etats-Unis. Il faut resituer ces particularités dans le cadre de l'entreprise.

L'implantation géographique est fondamentale. Le risque pays est très important. C'est un élément de long terme qui compte énormément. Si le pays connaît des situations de danger, alors la situation même de l'entreprise est fortement liée. Par exemple le risque pays n'existe pas en France.

Il y a également les risques environnementaux. Les agences analysent uniquement les conséquences financières que ces risques environnementaux pour-

raient avoir sur une entreprise. Il y a des secteurs pour lesquels ces risques sont importants (par exemple ceux de la chimie et de l'industrie lourde...). Il est évident qu'implanter une usine extrêmement polluante entraîne l'obligation de respecter un certain nombre de conditions et de réglementations. Si une entreprise possède des usines polluantes, ces dernières représentent un risque financier pour l'entreprise en raison notamment du risque qu'elles deviennent «inutilisables» en cas de durcissement des législations en matière environnementale.

Le cadre réglementaire compte également beaucoup. En effet, l'acceptation de certaines activités peut évoluer avec le temps. Ainsi, par exemple, aux Etats-Unis, il faut tenir compte du risque juridique lié à l'activité des fabricants de cigarettes. Il est hors de question d'ignorer un tel risque. D'autre part, une réglementation peut changer et peut transformer une activité qui était rentable en activité non rentable.

L'environnement sociologique est un critère important mais très difficile à appréhender. La tolérance au nucléaire civil est un excellent exemple à considérer. En France, 80 % de l'électricité est d'origine nucléaire et la population n'est pas, dans l'ensemble, hostile au sujet du risque nucléaire. En Norvège, ce n'est pas le cas et il est impensable d'imaginer y implanter une centrale nucléaire.

Il faut tenir du compte du risque lié au retournement de l'opinion de la population française quant à l'acceptation du nucléaire. Ce n'est pas quantifiable de manière immédiate mais il faut en tenir compte aussi. L'image et la réputation de l'entreprise sont également à étudier. Les agences considèrent l'importance de l'image de la société et surtout comment l'entreprise cherche à la maintenir et à la protéger sur le long terme.

La stratégie de l'actionariat est un autre élément essentiel dans l'analyse de long terme de l'entreprise. L'actionariat, paradoxalement peut être un plus ou un moins : s'il s'agit d'un actionariat solide qui a les capacités de soutenir l'entreprise, alors il s'agira d'un atout ; s'il est très dilué, il constituera plutôt une faiblesse.

## La prise en compte par les agences de notation financière

En fait, la note finale résulte des facteurs financiers, des facteurs non-financiers et de la position de l'entreprise par rapport à ses pairs nationaux et extra-nationaux.

C'est la pondération, faite au cas par cas, de ces facteurs qui permet d'obtenir la note finale. Il n'existe pas un coefficient pour tous ces éléments. Même si c'est peu probable, il peut y avoir un facteur éliminatoire.

### 8. Futurs enjeux

Cette question de la prise en compte du développement durable par les agences de notation financière peut paraître à certains prématurée. Il semble tout de même important d'analyser où elle se situe par rapport à la prise en compte du développement durable par les entreprises. Il paraît indéniable que les entreprises seront d'autant plus enclines à intégrer les critères de développement durable dans leur stratégie de développement (faudrait-il dire croissance ?) si ces critères sont acceptés et compris par les agences chargées de les évaluer et de déterminer leur capacité d'accès au marché des capitaux ! Surtout, qu'à la différence de certains investisseurs en actions qui sont plus intéressés par le très court terme, les agences notent les entreprises sur le court et le long terme. La question reste à mesurer l'impact de leur activité sur la prise en compte du long terme par les entreprises cotées ?

Plusieurs autres interrogations peuvent être soulevées quant à cette prise en compte du développement durable par les agences de notation financière :

- Les agences de notation financière, en dehors des entreprises, apprécient également la solvabilité d'émetteurs «publics», collectivités locales, institutions internationales, Etats, dont les principes de légitimité ne dépendent pas des marchés financiers. Comment ces principes de légitimité - souvent fondés sur l'élection - peuvent-ils se combiner avec une notation financière ?
- Aujourd'hui, les agences de notation financière, même si elles ont aux Etats-Unis à être agréées par la *Securities and Exchange Commission* (S.E.C.), ne sont pas véritablement soumises à une régulation, ni aux Etats-Unis, ni ailleurs. Comment envisager un mode adapté de régulation de cette profession ?
- Enfin, la question se pose de savoir quelle influence le modèle de la notation financière peut exercer sur une activité qui «se cherche» encore, celle de la notation sociétale. La notation sociétale va-t-elle se développer parallèlement à la notation financière ? Si c'est le cas, va-t-elle évoluer suivant un modèle fondé sur un financement par les investisseurs, ou bien va-t-elle adopter un modèle assis sur le financement par les entreprises notées ? Autre évolution possible, la notation sociétale va-t-elle être peu à peu reprise en compte par les agences de rating financier ? Les mois et les quelques années à venir nous permettront de répondre à cette dernière série de questions

10 décembre 2002

## Intervenants

Martine CHARBONNIER, Directeur exécutif du listing, Euronext NV :

Georg WITTICH, chargé des relations internationales de BAFIN (l'autorité de contrôle financier allemande), anc. Président de BAWE (la COB allemande)

## Sommaire

1. Le métier
2. L'importance de la bourse pour financer l'économie
3. Les évolutions récentes
4. Quelle prise en compte du développement durable par les bourses ?

### 1. Le métier

Le financement des entreprises par la bourse a pris petit à petit une importance grandissante aux dépens du financement bancaire et ce mouvement s'est largement accentué, dans notre pays comme dans le reste de l'Europe, depuis le milieu des années 1980. Le meilleur indicateur de cette évolution est le rapport entre la capitalisation boursière et le PIB : parti d'un niveau relativement faible il y a 30 ans (moins d'un tiers), nous avons, en France, dépassé aujourd'hui les 100 %. Les évolutions récentes des cours peuvent affecter momentanément cette mesure, sans pourtant à notre sens, remettre en cause la tendance.

Sur la bourse, les entreprises trouvent deux types de financement :

- le financement obligataire,
- le financement par l'émission d'actions.

### **La bourse intervient à deux titres dans l'émission d'actions par une société émettrice :**

- D'abord, il s'agit du marché primaire, c'est-à-dire de la mise sur le marché d'actions nouvellement émises. Cette émission peut coïncider avec la cotation de la société, si celle-ci voit son capital ouvert en bourse pour la première fois, mais ce n'est pas nécessairement le cas, dans la mesure où une société déjà cotée peut décider d'augmenter son capital, et ainsi faire appel au marché primaire pour cette nouvelle tranche d'actions.

- Ensuite à la société cotée un marché secondaire, c'est-à-dire le marché où s'échangent des titres déjà émis.

Pour le marché secondaire des titres des sociétés cotées, d'autres formes de marchés ou d'autres modes de négociation peuvent entrer en concurrence avec la bourse à proprement parler. C'est un débat et une réalité qui retrouvent aujourd'hui toute leur actualité avec la discussion, à Bruxelles, du projet de modification de la directive sur les services d'investissement (DSI). La question est de savoir jusqu'où l'on peut autoriser les intermédiaires à ne pas apporter au marché central (c'est-à-dire aux différentes bourses) des ordres d'achat et de vente portant sur des actions cotées sur ces bourses. Deux formules sont aujourd'hui en débat :

- celle des «plates-formes» électroniques de négociation (en anglais *Multi Trading Facilities*, ou MTF), qui permettent à des intermédiaires d'échanger des actions sur un support électronique extérieur à la bourse ;
- celle de l'internalisation des ordres, qui voit une grande banque réaliser, à partir des ordres reçus de ses clients ou pour compte propre, des transactions «en interne», sans passer par la bourse.

Malgré ces débats, on peut dire qu'aujourd'hui, même à Londres où ces possibilités, en particulier d'internalisation, sont le plus développées, l'essentiel des transactions du marché secondaire des actions cotées est bien toujours réalisé en bourse, ce qui conserve à ce lieu d'échanges toute son importance pour les questions que nous avons à traiter.

### **La concurrence entre les bourses**

Le phénomène de concurrence entre les bourses est également à prendre en compte. En Europe, parti d'une situation d'émiettement entre bourses, nous allons résolument vers une concentration de plus en plus poussée. Le premier mouvement a été celui de consolidation nationale, comme cela a été le cas en France avec la création de la Société des bourses françaises il y a 10 ans.



## La prise en compte par les bourses

Le mouvement de consolidation se poursuit, avec des rapprochements entre bourses de différents pays : c'est en particulier le cas d'EURONEXT, qui regroupe aujourd'hui les bourses de Paris, Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et le marché à terme de Londres, le LIFFE. La question est aujourd'hui de savoir jusqu'où ira cette consolidation : allons-nous vers une bourse unique en Europe, ou vers trois bourses, autour des pôles de Londres, Francfort et EURONEXT, ou encore vers une subsistance, au moins pour certaines catégories d'émetteurs, d'une série de bourses nationales ou régionales ? Cette concurrence européenne, qui bat aujourd'hui son plein, est bien sûr à combiner avec la concurrence exercée par les bourses américaines, au premier rang desquelles la bourse de New York (NYSE), même si la perspective d'une cotation à New York paraît aujourd'hui moins incontournable aux grands émetteurs européens qu'elle ne l'était il y a une dizaine d'années.

### **2. L'importance de la bourse pour financer l'économie**

La bourse permet de financer l'économie et donc, de contribuer au développement.

Il existe de fortes différences entre les différents pays de l'OCDE en terme de poids de la valorisation de la bourse nationale par rapport à leur PIB respectif.

Ainsi, fin 2002 :

- la capitalisation des marchés financiers allemands représentait 56 % du PIB allemand ;
- celle du marché français était équivalente au PIB du pays ;
- celle des marchés américains représentait 130 % du PIB américain.

A la vue de ces différences, il y a fort à penser que la place des bourses, comme moyen de financement de l'économie, pourrait continuer à augmenter au cours des prochaines années.

Cependant, sur l'ensemble des places européennes se pose la question du problème du financement des PME. Ces dernières peuvent trouver des financements soit via le canal bancaire, soit via le capital risque, ou sinon via le marché financier avec une cotation en bourse. L'exemple allemand illustre ces difficultés.

### **La situation allemande – Point sur le Neuer Markt**

S'il est vrai que la capitalisation du Neuer Markt (l'équivalent du Nouveau Marché français) a chuté de 90 % entre mars 2000 et décembre 2002, il a également permis à plusieurs entreprises allemandes de trouver des financements et de se développer (200 entreprises devraient d'ailleurs passer sur le marché «Prime Standard»).

Plusieurs raisons expliquent le recul spectaculaire du Neuer Markt :

- a. une mauvaise adaptation des entreprises aux évolutions de la situation économique ;
- b. des manipulations comptables ;
- c. des banques qui ont laissé s'introduire des entreprises pas assez prêtes ;
- d. des recommandations «farfelues» de la part des journalistes et des analystes

Suite aux différents scandales dus à des fraudes comptables, plusieurs évolutions de la législation en matière de contrôle sont prévues dans de nombreux pays.

En Allemagne, les entreprises devront notamment fournir un plus grand nombre de documents «ad-hoc» et devront justifier toutes les non-conformités auprès du législateur. Une «police des bilans» devrait être créée pour vérifier que les bilans comptables ont été faits dans le respect des standards internationaux.

En ce qui concerne l'évolution des règles de gouvernement d'entreprise, G. Wittich pense que les règles doivent rester souples ; et ceci d'autant plus que les PME/PMI n'ont pas forcément de standards comptables bien établis. En effet, les PME/PMI sont souvent des entreprises qui ont connu une forte croissance et qui ne pourraient pas remplir scrupuleusement toutes les exigences si celles-ci étaient trop strictes.

A partir de 2005, toutes les entreprises devront appliquer les International Accounting Standards. Ceci aura au moins l'avantage d'accroître la comparabilité des entreprises entre elles. Cependant, l'Europe doit influencer sur les débats en matière de réglementation et ne pas laisser la SEC prendre de plus en plus d'importance (avec des mesures telles que la loi Sarbanes Oxley).

## **Le système de cogestion allemand**

Dans les entreprises de plus de 2000 salariés, la moitié du conseil de surveillance est désigné par les salariés (dans les entreprises de plus de 500 salariés, seul 1/3 du conseil de surveillance est désigné par les salariés). Cependant, il a été prévu que le Président du conseil de surveillance a la capacité de trancher les décisions. Ce dernier est élu par les actionnaires.

## **3. Les évolutions récentes**

En plus du phénomène de consolidation des bourses européennes, plusieurs évolutions sont à relever, parmi lesquelles nous allons insister ici sur le cadre juridique de l'activité des bourses et des sociétés cotées.

Le droit règle principalement deux domaines de l'activité des bourses.

- En premier lieu, il organise le fonctionnement même de la bourse. Il existe deux grands types de fonctionnement des marchés boursiers : les marchés dirigés par les prix, fondés sur l'intervention de teneurs de marché (market makers), comme c'est le cas à Londres et les marchés dirigés par les ordres, où les prix résultent de la confrontation de l'ensemble des ordres sur le marché central, comme c'est le cas sur Euronext.
- Le second domaine réglé par le droit boursier, c'est celui des relations avec les entreprises cotées. Ce domaine est celui de l'information délivrée au marché par les entreprises cotées, souvent appelée information financière.

Le droit de l'information financière est marqué, dans ces dernières années, par deux évolutions :

- En premier lieu, c'est un droit qui fait l'objet d'une harmonisation européenne depuis une vingtaine d'années et pour lequel la dimension communautaire est donc omniprésente, même si toutes les différences nationales n'ont pas encore disparu.
- En second lieu, c'est un droit dans lequel chaque bourse joue en quelque sorte un rôle de régulateur complémentaire, en complétant le cadre juridique fixé à la fois par le droit européen, par les législations nationales et par les régulateurs de marché, COB et CMF en France.

Il est important pour nous de relever ce fait, car les bourses influent aujourd'hui sur la façon dont les entreprises cotées communiquent sur leurs résultats et leur stratégie.

Euronext, en mettant en place des standards pour ses compartiments Nextprime et Nexteconomy, ne fixe pas à proprement parler de nouvelles règles – il n'en n'aurait pas la compétence - mais crée de fortes incitations dans quelques directions essentielles, comme le recours au référentiel comptable IAS, et la publication trimestrielle des comptes, avant même que ces éléments ne soient devenus obligatoires du fait de l'évolution des règles européennes.

## **4. Quelle prise en compte du développement durable par les bourses ?**

Les grandes bourses mondiales commencent à peine à se situer sur le terrain du développement durable.

Cela ne nous empêche pas de poser quelques questions, et d'essayer de prévoir comment le mouvement pourra se déclencher, car il est très probable que nous en verrons incessamment les premiers signes – très vraisemblablement en provenance de l'Europe plus que des Etats-Unis, dont nous avons vu à plusieurs reprises, au cours des travaux de notre groupe, que les intérêts des marchés financiers les portent beaucoup plus vers le gouvernement d'entreprise ou l'engagement actionnarial que vers le développement durable à proprement parler.

En tant que bourse et en tant qu'entreprise, Euronext doit s'adapter aux contraintes des législations française, belge et hollandaise. C'est pour cela qu'il mène plusieurs réflexions en matière de développement durable et de gouvernement d'entreprise et participe notamment à des groupes de travail, à des réflexions, à des enquêtes de manière à montrer son intérêt pour le sujet.

En tant que société de bourse, Euronext entend mener sa propre démarche de fonds sans pour autant imposer des obligations supplémentaires aux sociétés cotées.

## La prise en compte par les bourses

Les bourses pourront prendre en compte le développement durable de deux façons, qui ont certes des points communs, mais qui constituent deux démarches bien distinctes :

- Le développement durable appliqué à la bourse comme institution financière ou, quand c'est le cas, comme société cotée, rendant compte de sa démarche à ses actionnaires et aux marchés. En ce sens, leur démarche se rapprochera de celle des autres établissements financiers, banques ou sociétés d'assurance, qui intègrent le développement durable dans leurs métiers.
- Le développement durable pris en compte par la bourse dans ses relations avec les sociétés cotées, ce qui nous ramènerait au phénomène que nous venons de relever plus haut, qui est la participation des bourses à la régulation. Dans cette seconde démarche, la démarche de la bourse se rapprochera de celle d'un régulateur.

Si les bourses, ou certaines d'entre elles, s'orientent dans cette seconde voie, il faudra observer jusqu'où elles iront dans le degré d'incitation des sociétés cotées à prendre en compte le développement durable. Il y a fort à parier que, dans un premier temps, les bourses seront prudentes dans cette démarche, et qu'elles utiliseront plutôt des thématiques comme celle du gouvernement d'entreprise ou de la transparence financière avant d'aller plus loin.

Les bourses devront, si elles prennent au sérieux la thématique du développement durable, s'interroger, comme le font de plus en plus d'observateurs, sur les effets des règles de communication financière sur la

prise en compte du long terme dans la fixation de la stratégie des entreprises cotées. Parmi les débats dont, semble-t-il, les bourses ne pourront pas faire l'économie, figure celui de l'opportunité d'une extension à toutes les sociétés cotées de l'obligation de publier des comptes trimestriels. Cette règle, aujourd'hui prévue au niveau européen, n'est-elle pas une incitation au «court-termisme» de la part des dirigeants d'entreprise, singulièrement dans les petites et moyennes entreprises cotées (celles que notre jargon nomme les small et midcaps) ?

Et poser la question, ce n'est pas automatiquement répondre par l'affirmative ! Encore faut-il poser la question. Et cette question n'est qu'un exemple parmi d'autres.

Enfin, une question essentielle qu'il faut, nous semble-t-il, poser au titre du développement durable est celle, précisément, du financement des petites et moyennes entreprises et des entreprises de croissance.

Cette question se pose de façon générale, à l'articulation de la finance et de l'économie et elle est autant adressée au législateur, qui fixe en particulier les règles fiscales, qu'au système bancaire et à la bourse, ou aux bourses.

Cette question a des enjeux de société considérables, si l'on mesure bien le potentiel de croissance et d'emploi de cette catégorie d'entreprises. Il semble qu'elle fait partie de celles sur lesquelles nos bourses auront à se prononcer, en apportant des réponses concrètes et opérationnelles, comme notre système bancaire devra le faire, pour que leur prise en compte du développement durable soit jugé crédible.

29 janvier 2003

## Intervenants

Alain CAZALÉ, Directeur des études industrielles du CREDIT LYONNAIS, administrateur et membre du bureau de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF)

## Sommaire

1. Le métier
2. Les évolutions récentes
3. Quelle prise en compte du développement durable par l'analyse financière ?
4. L'investissement socialement responsable
5. Futurs enjeux

*Bernard Coupez, Président de la SFAF et Thierry Huan étaient intervenus en juin 2001 sur le même thème de la prise en compte du développement durable par l'analyse financière.*

### **1. Le métier**

Il existe, au sein de l'analyse financière, deux sous-métiers dont les différences sont de plus en plus marquées :

- **l'analyse sell side**, «logée» chez les intermédiaires financiers, et dont les travaux sont destinés aux clients de ces intermédiaires ;
- **l'analyse buy side**, dont les responsables appartiennent aux équipes des grands investisseurs institutionnels et dont les travaux sont exclusivement destinés à la maison, afin d'éclairer les décisions d'investissement des gérants.

### **2. Les évolutions récentes**

Les évolutions récentes sont nombreuses et affectent ce métier de façon radicale. Pour les simplifier, on peut relever trois grandes évolutions, sans prétendre bien sûr à l'exhaustivité.

La première de ces tendances est l'internationalisation croissante de ce métier. Ainsi, aujourd'hui, toutes les grandes sociétés européennes ne sont suivies qu'en

partie par des analystes «domestiques», c'est-à-dire de la même nationalité que la société cotée. C'est bien sûr le cas des sociétés françaises : pour la plupart d'entre elles, force est de constater que plus de la moitié, voire près des deux tiers des analystes «qui comptent» sont basés hors de France, et pour beaucoup d'entre eux à Londres, au sein des grandes banques d'investissement américaines. C'est ainsi qu'à certains égards, cette internationalisation peut ressembler de très près à une concentration progressive de l'analyse sell side entre les mains d'un nombre de plus en plus limité d'acteurs.

Une autre façon de considérer le même phénomène d'internationalisation est de constater que les forces d'analyse financière présentes sur la place de Paris s'étiolent progressivement. Pourra-t-on enrayer ce mouvement ? La question est aujourd'hui ouverte.

La deuxième tendance qu'il convient de relever est la difficulté croissante des sociétés cotées de taille petite ou moyenne - les small et midcaps - à disposer d'un véritable suivi voulu en analyse financière. Un trop grand nombre de ces sociétés ne disposent plus d'un nombre suffisant d'analystes rédigeant régulièrement des études à leur sujet. C'est une préoccupation croissante de la part de tous ceux qui examinent les problèmes de financement des petites et moyennes entreprises, préoccupation d'autant plus vive si l'on prend en compte leur apport décisif à la croissance et à l'emploi dans nos économies.

Enfin, la dernière évolution est liée à la crise de confiance qui atteint les marchés financiers et les sociétés cotées, en particulier depuis la faillite frauduleuse d'ENRON. Dans ce climat, les modalités mêmes d'organisation de l'analyse «sell side» sont remises en cause.

## La prise en compte par l'analyse financière

En particulier, la sacro-sainte indépendance des analystes est aujourd'hui mise en doute. C'est ainsi que des réorganisations du métier sont envisagées, avec des hypothèses quasi «révolutionnaires», comme celle, envisagée par la place de New York, de faire de l'analyse financière un service collectif, financé par l'ensemble des acteurs, mais ne relevant plus d'aucun d'entre eux en particulier. Même si l'on ne va pas aussi loin, il faut garder en tête, à côté des évolutions géographiques mentionnées plus haut, ces remises en cause fondamentales de la profession quand on discute de sa prise en compte du développement durable.

### **3. Quelle prise en compte du développement durable par l'analyse financière ?**

Aujourd'hui, il semble que l'analyse buy side soit entrée dans une démarche plus active de prise en compte du développement durable que l'analyse sell side, soumise de plein fouet aux inquiétudes des investisseurs et aux tendances court-termistes à l'œuvre sur les marchés, aujourd'hui plus que jamais, et affectée par les remises en cause de son indépendance et de son organisation.

C'est ainsi que la Société française des analystes financiers (SFAF), qui a mis en place depuis près d'un an un groupe de travail sur la prise en compte du développement durable, a décidé de centrer ses travaux, dans un premier temps, sur l'analyse buy side.

L'analyste financier face au développement durable : le constat

- . Une distinction à faire entre l'analyste financier sell side et l'analyste financier buy side
- . Côté sell side, force est de constater que le développement durable intervient encore peu dans les travaux des analystes, si ce n'est dans les aspects risques
- . Côté buy side, les bureaux d'études qui conseillent les gérants mettent de plus en plus souvent en place des analystes spécialisés

Force est de constater, aujourd'hui, que la conclusion, lors de la première réunion (en

juin 2001) sur la prise en compte du développement durable par l'analyse financière, est toujours d'actualité. Les trois principaux points qui étaient ressortis des débats étaient :

- les analystes financiers rendront en compte les critères sociétaux lorsque leurs clients le leur demanderont
- l'analyse financière est un métier quantitatif. La question est de savoir comment quantifier les impacts du développement durable.
- la prise en compte de l'ISR par l'analyse financière se généralisera lorsque des études prouveront la corrélation positive entre RSE et performance financière.

Celui des facteurs qui, semble-t-il connaît l'évolution la plus sensible –même s'il ne s'agit en rien d'un raz-de-marée - est la demande des investisseurs, chez qui un intérêt croissant pour le développement durable est perceptible.

- ***La prise en compte de certains risques extra-financiers (notamment environnementaux) n'est pas nouvelle ; contrairement aux critères de développement durable qui sont encore peu pris en compte***

En 1993, la SFAF avait contribué à la réalisation d'un dossier sur l'environnement. A l'époque, la communauté financière s'interrogeait sur le risque environnement, le coût de ces risques, les conséquences de l'utilisation des énergies propres et les problématiques de la gestion d'un fonds environnement.

En 2002, l'association a constitué un groupe de travail «développement durable» avec des analystes buy-side, des analystes sell-side et des gérants de portefeuille dont les objectifs étaient de réaliser un état des lieux de l'ISR (enjeux, méthodologies...) et d'aboutir, si possible, à des recommandations opérationnelles pour les analystes financiers. A ce stade de la réflexion, il est possible de faire un premier constat : les critères de développement durable sont encore peu pris en compte par les analystes financiers ; sauf pour l'analyse du risque.

## La prise en compte par l'analyse financière

### ▪ *L'analyse financière ou comment quantifier des informations concernant des entreprises ?*

Pour les gestionnaires financiers, les notions de développement durable sont trop émergentes pour être fiables et les analyses dont ils disposent ne sont pas assez homogènes pour leur permettre de comparer des entreprises entre elles.

Le métier d'analyste financier consiste à quantifier les informations concernant une entreprise pour évaluer le prix de ses actions. Or, il est très difficile de quantifier les informations liées au développement durable ; ceci d'autant plus que les entreprises intègrent encore très peu cette notion lorsqu'elles communiquent leur stratégie.

Le risque est une notion prise en compte par l'analyse financière. La difficulté consiste à le quantifier et à le pondérer. Si l'on prend l'exemple du coût des indemnités liées à l'amiante, leur coût total était estimé à 20 milliards de dollars il y a quelques années alors qu'il est désormais estimé à 50 milliards. En ce qui concerne les risques environnementaux, personne n'est en mesure aujourd'hui de quantifier le coût de la dépollution du site de Metaleurop... Idem pour les risques sociaux avec le coût des conflits sociaux, le coût de la rotation du personnel...

En 2000, seules 8 entreprises du CAC 40 avaient publié un rapport environnement ou développement durable. En 2001, le ratio atteignait 15/40. Il existe tout de même quelques entreprises qui intègrent le développement durable dans leur stratégie (par exemple : Suez, Accor, Lafarge).

En ce qui concerne une entreprise comme Lafarge, l'un des aspects du développement durable auquel l'entreprise est fortement confrontée correspond aux limitations des rejets de gaz à effet de serre. Il est intuitif de penser qu'une bonne maîtrise de ce facteur permettrait à l'entreprise d'acquiescer un avantage compétitif par rapport à ses concurrents.

### **Utiliser les informations disponibles dans le rapport de développement durable ?**

Le bilan social, créé en 1977, est très peu utilisé par la communauté financière pour juger les risques sociaux de l'entreprise. Il n'est pas du tout évident que les informations requises par la loi NRE, c'est-à-dire des informations sur les conséquences sociales et environnementales de l'activité de l'entreprise - publiées ou non dans un rapport de développement durable, soient utilisées par la communauté financière.

Les défenseurs du développement durable ne doivent pas oublier que les entreprises ne peuvent pas être transparentes sur tous les sujets ; et ce parce qu'elles doivent, par exemple, protéger des brevets, protéger un avantage concurrentiel ou encore respecter la législation du pays dans lequel elles sont implantées.

### **4. L'investissement socialement responsable (ISR)**

L'objectif de la gestion ISR est de combiner la rentabilité financière et le respect des principes du développement durable.

Le nombre de fonds ISR disponibles sur le marché est passé de 10 à 50 entre 1990 et 2001. Pourtant, le total des encours ne représente encore que 1% des actifs sous gestion. Beaucoup d'espoirs sont mis dans le développement de l'épargne salariale et dans le processus de labellisation initié par le comité intersyndical.

Le processus de gestion le plus souvent adopté est le suivant :

1. analyse financière «classique»
2. analyse «socialement responsable», axée en particulier sur les enjeux sectoriels (pollution pour le secteur pétrolier, position dans les paradis fiscaux pour le secteur financier...)
3. construction du portefeuille  
Il faut laisser du temps à l'analyse extra-financière pour se mettre en place. Le CLAM dispose d'une équipe dédiée à la recherche extra-financière. Elle travaille de plus en plus avec les entreprises pour analyser leurs problématiques sociétales et commence à recevoir des études sectorielles de la part des brokers. Toute la difficulté de l'analyse extra-financière est de traduire les informations en ratio !

## La prise en compte par l'analyse financière

### **a. Comment intégrer le concept d'ISR dans l'analyse financière ?**

Pour intégrer des critères extra-financiers, les équipes d'analystes buy-side ont deux options : acheter la notation extra-financière auprès d'agences spécialisées ou développer leur propre méthodologie d'analyse. Beaucoup d'acteurs considèrent que la première solution est la plus simple et la moins coûteuse à implémenter. Cependant, dans son cahier des charges pour la labellisation des fonds d'épargne salariale, le CIES – Comité Intersyndical pour l'Épargne Salariale, demande aux promoteurs de fonds de disposer d'équipes de recherche en interne.

Si l'on considère que l'épargne salariale sera l'un des principaux canaux de collecte de fonds, on peut penser que de plus en plus de sociétés de gestion vont mettre en place des moyens humains en interne.

La SFAF aimerait être capable de publier des recommandations quant à la manière d'intégrer les concepts du développement durable dans l'analyse financière. Le principal problème méthodologique à résoudre concerne la détermination du taux d'actualisation à utiliser pour calculer le prix de l'action. Le taux devrait être plus faible pour une entreprise responsable, mais personne ne sait comment calculer la diminution de cette prime de risque. En effet, tout passif environnemental/social devrait se transformer d'une manière ou d'une autre en passif financier...

### **b. Le développement durable est «accepté» de manière inégale par la communauté financière**

Lors de la première séance de ce groupe de travail en juillet dernier, Ami E. Dime avait indiqué que Capital Group avait installé son département ISR à Londres parce que les américains ne se sentaient concernés que par le débat de «l'éthique», débat très différent de celui de l'ISR. Lors de la même réunion, Alfred Kool (de PGGM) était également intervenu pour expliquer la décision de PGGM de gérer ses fonds éthiques avec un filtre d'exclusion sur les valeurs de l'armement.

Aux Etats-Unis, les fonds éthiques étaient destinés à l'origine aux communautés religieuses. Dans beaucoup de cas, les critères extra-financiers et les normes

sociales imposés aux entreprises peuvent être perçus comme des mesures de distorsion de la concurrence. C'est par exemple le cas pour le critère du travail des enfants... Qui oserait affirmer qu'il est possible d'établir un standard unique applicable à tous les pays en ce qui concerne cet exemple ?

En ce qui concerne la gestion proprement dite, un même gérant, qui ferait à la fois de la gestion classique et de la gestion ISR, ne pourrait pas séparer ces deux visions en fonction du fonds qu'il gèrerait ; surtout dans le cas où sa société de gestion développerait sa propre méthodologie. Si les analystes ne sont pas convaincus du lien entre la RSE et la performance financière, ils peuvent ne pas vouloir tenir compte de l'analyse sociétale.

Cependant, à travers l'approche de la gestion des risques, le concept devrait se populariser.

### **5. Futurs enjeux**

En 2004, les entreprises devront appliquer les normes IAS et devront donc s'exprimer notamment sur la valorisation de leurs actifs incorporels. Le passage à ces nouveaux standards de comptabilité devrait accroître la comparabilité des entreprises et devrait faire progresser un «plus petit commun dénominateur» d'acceptabilité de la notion de développement durable.

Les rapports de développement durable posent de sérieux problèmes de crédibilité s'ils ne sont pas audités ; et personne ne semble aujourd'hui habilité à le faire. Il s'agit là d'un véritable enjeu.

On peut résumer de la façon suivante les questions que posent aujourd'hui dans le domaine de la prise en compte du développement durable par l'analyse financière.

a - La question de la définition du développement durable, qui a parcouru tous nos travaux sans trouver de réponse satisfaisante, se pose de façon particulièrement aiguë pour l'analyse financière, qui ne peut improviser dans ce domaine et doit disposer, pour remplir sa tâche, de concepts clairement définis. On est encore loin du compte aujourd'hui.

## La prise en compte par l'analyse financière

- b - La deuxième question essentielle est de savoir si l'analyse financière va intégrer dans ses travaux l'analyse du développement durable, en la faisant sienne, ou si elle va laisser à d'autres le soin de réaliser ce pan de l'analyse des sociétés. La situation semble aujourd'hui encore très ouverte. Cependant, il semble que de plus en plus de sociétés de gestion mettent en place des équipes de recherche ISR en interne ; et cela principalement pour deux raisons :
- Proposer une offre ISR (notamment dans le cadre de l'épargne salariale)
  - Ne pas prendre le risque de rester à l'écart de cette approche et accumuler une expérience dans la gestion ISR. En effet, si aujourd'hui aucune étude ne permet de démontrer une surperformance des fonds ISR par rapport aux fonds classiques, rien ne permet également de prouver le contraire. Or, s'il était prouvé dans quelques années que la méthodologie de gestion ISR était «meilleure» que la méthodologie d'analyse financière classique, les sociétés de gestion auraient toutes besoin de leur expérience acquise.
- c - Enfin, les solutions ne pourront être trouvées qu'au niveau international. C'est pourquoi il paraît urgent, dans ce domaine comme dans d'autres, que les analystes français se rapprochent de leurs collègues européens, s'ils veulent avoir une chance de peser le jour où se cristalliseront des normes, au niveau des institutions européennes en particulier.
- d - La gestion financière et le développement durable n'ont pas les mêmes horizons temporels. Les analystes financiers doivent produire des recommandations à court terme alors que la mise en place d'une stratégie de développement durable par une entreprise exige d'avoir une vision à très long terme. Cette différence de perspective temporelle est un sérieux problème.



# La prise en compte par la communication financière

29 janvier 2003

## Intervenants :

Sylvie LUCOT, VP, Investor Relations, THALES, membre du Conseil d'administration du Cercle de Liaison des Informateurs Financiers de France (CLIFF)

François ARCHAMBAULT, Directeur de la communication financière, L'OREAL, Président, Cercle de Liaison des Informateurs Financiers de France (CLIFF) :

Frédéric CHASSAGNE, Directeur du Département «Communication Financière», SOFRES

## Sommaire :

1. Le métier
2. Les évolutions récentes
3. La prise en compte du développement durable dans la communication des entreprises

### 1. Le métier

La communication financière est la fonction qui assure l'articulation entre les sociétés cotées, leurs actionnaires et les marchés. Du fait de l'importance croissante, pour l'ensemble des sociétés, de leur «réalité boursière», cette fonction s'est développée régulièrement depuis une vingtaine d'années, jusqu'à acquérir une «visibilité» qu'elle n'avait pas auparavant.

Le (ou la) responsable de la communication financière (*Investor Relations Officer, IRO*, en anglais) est dans la plupart des cas rattaché à la direction financière, mais il a régulièrement accès à la direction générale et au Président, tant la matière qu'il traite est «sensible».

Ce responsable de la communication financière peut soit venir de «l'intérieur» de la maison, soit de «l'extérieur». Dans ce dernier cas, il peut venir de l'analyse financière. Quelle que soit son origine, il est l'interface entre «l'intérieur» et «l'extérieur».

D'un côté, il doit être en mesure de comprendre en profondeur le métier de l'entreprise et de saisir ses enjeux. Il doit disposer d'un réseau de confiance dans l'entreprise de manière à disposer à la fois des informations factuelles et des commentaires des «gens du métier» qui lui permettront d'en situer l'importance et la pertinence.

D'un autre côté, il doit manier avec aisance les données financières, les comptes de la

société et être en mesure de dialoguer utilement avec les analystes financiers, ces «juges de paix» redoutables et exigeants.

Le rôle du responsable de la communication financière est ainsi de gérer toute l'information financière qui va de la société vers ses actionnaires et les marchés financiers. La «matière première» de cette information est d'abord et avant tout financière. Il s'agit des comptes et des perspectives de résultats de l'entreprise. Mais la demande adressée par les analystes et les actionnaires aux «IRO» va plus loin : ils doivent donner à ces données quantitatives leur intelligibilité, les situer dans la durée et les mettre en perspective. Ils doivent en quelque sorte, aux yeux des observateurs extérieurs, «donner corps» à la réalité de l'entreprise et cela d'autant plus que ces observateurs extérieurs sont aujourd'hui soucieux de comprendre, même si c'est difficile, la «dynamique humaine» de l'entreprise (à la fois celle du management, et celle qui est liée à cette notion si difficile à appréhender mais si centrale que l'on appelle la «culture d'entreprise»).

Ce responsable n'est bien sûr pas le seul à prendre la parole devant les publics financiers, mais il est toujours le «metteur en scène» des interventions des différents responsables de l'entreprise et en particulier de son Président.

Le métier de la communication financière est rythmé par des rendez-vous réguliers. Le premier d'entre eux est la publication des comptes, qui doit être effectué au minimum de manière semestrielle dans les sociétés françaises (seule la publication du chiffre d'affaires étant aujourd'hui obligatoire selon un rythme trimestriel). Mais, comme on le sait, beaucoup de sociétés cotées se sont mises à publier des comptes trimestriels, afin de suivre le modèle américain et il est prévu de rendre cette publication obligatoire prochainement dans le cadre des règles européennes. Autre rendez-vous régulier, c'est la tenue annuelle de l'assemblée générale des actionnaires, qui est un rouage essentiel du gouvernement d'entreprise, et qui constitue une rencontre irremplaçable entre l'entreprise cotée et ses actionnaires.

# La prise en compte par la communication financière

En dehors même de ces rendez-vous «rituels», la communication financière est sollicitée chaque fois qu'un fait doit être annoncé et expliqué aux marchés. C'est ce que l'on appelle «l'information permanente».

Il convient de souligner trois caractéristiques de ce métier pour en compléter ce bref tableau, afin d'éclairer notre réflexion sur la prise en compte par lui du développement durable.

- En premier lieu, la fonction de communication financière est une véritable «cheville ouvrière», au croisement de toutes sortes d'informations de nature très différente. Ce qui fait que, bien souvent, aujourd'hui, c'est vers le service de communication financière que sont orientés les fameux questionnaires en provenance d'investisseurs ou d'ONG, portant sur des questions éthiques ou de développement durable.
- En second lieu, les interlocuteurs des responsables de communication financière sont maintenant clairement internationaux. L'évolution des marchés, le développement des gestions institutionnelles et celle du métier de l'analyse font qu'aujourd'hui une minorité seulement des interlocuteurs du responsable de la communication financière, en particulier des plus grandes sociétés françaises, sont français.
- Enfin, le métier, qui est bien sûr tourné vers l'extérieur puisqu'il s'agit de gérer le flux «sortant» d'informations vers les marchés financiers, comporte une «moitié cachée». Ce rôle, moins connu du public, est essentiel : le responsable de communication financière est chargé de rapporter aux responsables de son entreprise toutes les informations pertinentes en provenance des marchés financiers, grâce aux liens qu'ils entretiennent dans la durée, en particulier avec les analystes et les gérants.

## 2. Les évolutions récentes

Deux évolutions récentes méritent d'être relevées ici.

En premier lieu, la communication financière, à la différence de la communication générale, est un domaine très encadré par le droit et cette caractéristique va en s'amplifiant. Le droit boursier, en effet, définit précisément ce

qu'une entreprise peut ou ne doit pas communiquer, et comment elle est autorisée à le faire. Cela est dû au caractère sensible des informations qui sont maniées par la communication financière, qui sont bien souvent des informations privilégiées, celles dont la publication est susceptible de faire «bouger» le cours de l'action, dans un sens ou dans un autre - et que l'anglais appelle de façon très parlante *price-sensitive information* - et dont la divulgation de façon irrégulière peut être qualifiée de délit d'initié. La tendance à la «juridisation» de la matière se poursuit, des domaines laissés jusqu'ici à l'intervention des recommandations professionnelles, comme le gouvernement d'entreprise, pourront être soumis bientôt, comme c'est déjà le cas aux Etats-Unis, à des obligations formelles, sanctionnées par la loi, tant au niveau national qu'au niveau européen, selon les recommandations du récent rapport Winter (2002).

La deuxième évolution notable est que, dans notre pays du moins, le développement durable vient de faire son apparition dans ce domaine juridique encadrant la communication financière. En effet, l'article 116 de la loi NRE<sup>14</sup> adoptée en mai 2001 invite les sociétés cotées à faire état de la manière dont elles prennent en compte les éléments du développement durable. Cet article est ainsi libellé : Le rapport soumis à l'assemblée générale des actionnaires *«comprend également des informations, dont la liste est fixée par décret en Conseil d'Etat, sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité. Le présent alinéa ne s'applique pas aux sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé»*.

Les modalités d'application de cette disposition font l'objet du décret d'application n° 2002-221 du 20 février 2002.

<sup>14</sup> Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles réglementations économiques.

## La prise en compte par la communication financière

C'est ainsi qu'au début de 2003, les sociétés cotées françaises ont commencé, soit à compléter leur rapport annuel, soit à rédiger un rapport spécifique, portant sur leur prise en compte du développement durable, à propos du compte-rendu qu'elles font de l'exercice 2002.

Il est bien sûr trop tôt pour porter une appréciation. On peut simplement, à ce stade, formuler deux observations :

- La première est que le cadre fixé par le décret, malgré les inquiétudes qui avaient pu se faire jour, en particulier parmi les sociétés cotées, reste suffisamment général pour ne pas enfermer les rédacteurs dans des contraintes inutiles.
- La seconde observation concerne le « dosage » à faire entre *contrainte juridique* et *stimulation volontaire* qui permettra le mieux de favoriser la prise en compte du développement durable par les entreprises ? A cet égard, certains, et en particulier parmi les promoteurs du développement durable, considèrent que cette obligation fixée par la loi française est peut-être venue l'expérience. Il est sans doute trop tôt pour en juger...

### 3. La prise en compte du développement durable dans la communication des entreprises

Il y a tout de même un constat qui s'impose quoi qu'on pense du développement durable : il s'agit d'un concept fortement relayé par la presse. Et, le concept devrait continuer à recevoir un écho de plus en plus grand, notamment à cause du critère «gouvernement d'entreprise».

Cependant, cela reste principalement une problématique pour les grands groupes. Le développement durable est originellement une histoire d'hommes. Cependant, ce n'est pas la priorité des PME de mettre en place une telle démarche. De plus, en ce qui concerne le gouvernement d'entreprise, les PME auront toujours beaucoup de difficultés à trouver des administrateurs indépendants. La communication est un enjeu très difficile pour les entreprises. Lorsque des informations «importantes» ne sont pas communiquées, le régulateur interpelle les dirigeants de l'entreprise concernée. De

toute manière, il faut distinguer la communication financière de la stratégie à long terme de l'entreprise. Les deux communications ne sont pas faites par les mêmes départements.

#### **Extraits d'une étude réalisée par la SOFRES pour le CLIFF en octobre 2002 sur la prise en compte du développement durable par les entreprises (32 entreprises ont répondu à l'enquête)**

##### ▪ Selon vous, quels acteurs encouragent le plus les entreprises dans la voie du développement durable ?

Il apparaît un rôle déterminant des agences spécialisées dans la notation «éthique» des entreprises et de l'opinion publique

##### ▪ Qu'est ce qui a été réalisé concrètement par votre entreprise en matière de développement durable ?

Parmi les nombreuses mesures, la priorité est clairement donnée aux mesures en faveur de l'environnement, puis aux actions sociales et de mécénat

##### ▪ Quels sont les thèmes sur lesquels communique votre entreprise ?

Les thèmes sont nombreux et variés. Les plus souvent cités sont : environnement, RH, relations actionnaires, clients & fournisseurs.

##### ▪ Existe-t-il dans votre entreprise une veille sur ce que font les autres entreprises en matière de développement durable ?

Dans 2 cas sur 3, la veille concurrentielle est réalisée en France et à l'étranger

##### ▪ Quels sont les vecteurs utilisés pour communiquer sur le thème du développement durable ?

Le vecteur privilégié est le rapport annuel.

Les entreprises ne peuvent pas être complètement transparentes vis-à-vis des organismes qui les sollicitent pour obtenir des informations sur leur politique sociale, sociétale et environnementale. En effet, les entreprises agissent dans un contexte concurrentiel et elles doivent se préserver vis-à-vis de leurs concurrents. En guise d'exemple, on pourrait citer une entreprise comme Thalès qui doit garder secrètes plusieurs informations (et cela déjà pour respecter la loi). Les deux enjeux éthiques les plus importants pour une entreprise de défense sont le contrôle de la destination finale de ses produits et l'éthique du commerce international (à savoir la corruption).

## La prise en compte par la communication financière

En juin 2002, l'ORSE avait reçu Alfred Kool, Director Corporate Communication, PGGM. Ce dernier indiquait que PGGM excluait le secteur de l'armement de ses fonds. Il reconnaissait néanmoins que c'était une politique «un peu simpliste» et qu'il voulait être capable de distinguer les entreprises qui produisent du matériel de défense et les entreprises qui vendent du matériel aux états «peu respectueux du droit international» pour pouvoir n'exclure que ces dernières.

**Question :** Une entreprise doit-elle forcément communiquer sur l'ensemble des impacts sociaux et environnementaux de son activité ou peut-elle se contenter de communiquer sur les principaux enjeux sociétaux auxquels elle est confrontée. Par exemple, une entreprise du secteur tertiaire doit-elle communiquer sur les impacts environnementaux que son activité génère ?

**Remarque :** De nombreuses agences de notation n'envoient des questionnaires aux entreprises que lorsqu'elles n'obtiennent pas les informations nécessaires avec les documents publics publiés par l'entreprise. Beaucoup d'entreprises communiquent très bien sur les principales problématiques liées à leur activité et délaissent les problématiques «secondaires». C'est la raison pour laquelle beaucoup d'entreprises se sentent «harcelées» sur des aspects mineurs de leur activité !

**Question :** Est-ce que des normes de développement durable vont s'imposer ? Le CLIFF voudrait être un interlocuteur pour mettre en place des normes. Lors de la journée gouvernementale consacrée au développement durable, le gouvernement a indiqué «qu'un premier bilan sera fait en 2004». La thématique du développement durable sera également inscrite à l'ordre du jour du sommet du G8 d'Evian.

A la différence d'autres métiers financiers, la communication financière a déjà commencé – faut-il écrire : bon gré, mal gré ? – à prendre en compte le développement durable. Ne serait-ce que du fait de cette nouvelle contrainte légale due à la loi NRE dont nous venons de parler.

Plusieurs interrogations se posent à ce stade :

1. La communication financière sur le développement durable va-t-elle favoriser une véritable prise en compte du développement durable par les entreprises, au titre d'un véritable chantier «stratégique», ou bien va-t-on, dans certaines entreprises, se contenter de «cosmétique» ?
2. L'obligation légale posée par la loi NRE va-t-elle dans le bon sens ? Quel sera son effet sur la qualité de l'information délivrée par les entreprises cotées sur le développement durable ?
3. Quel type d'organisme doit vérifier et contrôler la communication des entreprises en ce qui concerne le développement durable.
4. Quelles thématiques les entreprises vont-elles choisir pour organiser leur communication financière sur le développement durable ?
5. Enfin, d'où va venir la normalisation de la communication financière sur le développement durable ? Etant donné l'originalité de leur expérience en la matière, les entreprises françaises et européennes sauront-elles faire valoir leurs points de vue, de façon qu'ils soient pris en compte en temps voulu par les autorités européennes ? Ou bien, si ce n'est pas le cas, vont-elles accepter de voir ces mêmes autorités recourir à des référentiels provenant de cultures qui n'ont pas la même conception que nous du développement durable, comme les Etats-Unis ou la Grande-Bretagne en particulier ?
6. Faut-il considérer que le développement durable restera un concept marginal pour les entreprises tant qu'il n'y aura pas d'étude qui montrera une corrélation positive entre la RSE et la performance financière des entreprises ? Les investisseurs ne considèrent pas le développement durable comme une «bêtise» mais ils préfèrent continuer à baser leur jugement sur des critères tangibles. Les récents scandales financiers laissent tout de même augurer que le critère «gouvernement d'entreprise» devrait continuer à prendre de plus en plus d'importance dans la communication des entreprises.

## Liste des participants

**Nous remercions les personnes qui ont participé à une ou plusieurs réunions du groupe de travail. Il va de soi que le contenu de cette synthèse des travaux n'engage aucunement leur responsabilité.**

- |   |  |
|---|--|
| K. Abbey (Euronext)                                     | E. Gautier (Interepargne)                  |
| B. Achard (Cogema)                                      | A. Gavand (CJD)                            |
| C. Allenbach (EDF)                                      | S. Gaymard (PwC)                           |
| F. Allos (Fitch)  | S. Giordmaina (Ionis Inter Investissement) |
| M. D'Anterroches (Vinci)                                | B. Giraud (Danone)                         |
| F. Archambault (CLIFF et L'Oréal)                       | L. Grillet-Aubert (IEM Finance)            |
| A. Aubert (BNP Paribas)                                 | C. Guez (Renault)                          |
| F. Basset Charcot (L'Oreal)                             | B. Hargous (Société Générale)              |
| Y. Bazin de Jessey (Lazard Frères Gestion)              | J. Hayward (Vivendi-Environnement).        |
| P. Bergé-Vincent (Commission des Opérations de Bourse), | M. Heraud (CLAM),                          |
| C. Berto (Ernst & Young)                                | M.L. Hie (LVMH)                            |
| C. Boasson (Entreprises & Progrès)                      | W. Hoelzer (L'Oreal)                       |
| P. Bobe (CFDT)  | L. Jacquemin (Ionis Inter Investissement)  |
| J. de Bodinat (CDC Ixis)                                | P.D. Labani (CFDT)                         |
| P. Bollon (AFG)   | M. Lacroix (Mazars)                        |
| C. Boidot (Crédit Lyonnais)                             | M. Lamy (CFE-CGC)                          |
| R. Boniol (Fondact)                                     | P. de Larrard (Crédit Agricole)            |
| G. Brac de la Perrière (Siparex)                        | C. Lassale St-Jean (IMS)                   |
| A. de Bresson (Paris Euronext)                          | J.N. Leclercq (Amnesty International)      |
| P. Briand (Medef)                                       | P.H. Leroy (Proxinvest)                    |
| J. Carrel Billiard (Proxinvest)                         | A. Lesage (KPMG)                           |
| F. Chassagne (TNS Sofres)                               | F. Lett (Ecofi Investissements)            |
| D. Chauvin (Totalfinaelf)                               | I. Lhoste (KPMG)                           |
| K. Chauprade (AFG)                                      | F. Ligier (KPMG)                           |
| M. Chouchana (Storebrand)                               | M. Livet (Isica Epargne)                   |
| S. Cochard (Essilor)                                    | A.M. Loken (Storebrand Investments),       |
| P. Crubezy (CDC)  | R. Longlade (Prado Epargne)                |
| Z. Dagher (Renault)                                     | R. Mamode (CDC Ixis)                       |
| A. Debock (Aventis)                                     | F. Mancy (ANDCP)                           |
| J. Deflacieliere (Amnesty International)                | N. Margossian (Amnesty International)      |
| G. Delahaye (APRI)                                      | S. Martin (Sanofi-Synthélabo)              |
| X. Desmadryl (HSBC AM)                                  | J. Mazars (Aventis)                        |
| D. Diamond (Crédit Lyonnais AM)                         | P. Mazeau (EDF)                            |
| L. Donovan (Storebrand)                                 | Y. Medina (PwC)                            |
| O. Dubigeon (Cogema)                                    | P. Memard (BNP Paribas)                    |
| B. Dufour (IEM Actions)                                 | E. Morelli (CLAM)                          |
| G. Dumoulin (Schneider)                                 | L. Morret (Crédit Coopératif)              |
| L. Dumoulin (GDF)                                       | P. Moutenet (Mazars)                       |
| J. Favarel (BNP Paribas)                                | C. Nardeau (Ionis)                         |
| A. Finan (BNP Paribas AM)                               | M. Nigon (Transparence International)      |
| P. Flicoteaux (Veolia)                                  | C. Nunez (Proxinvest)                      |
| R. François-Poncet (Ernst & Young)                      | F. Olivares (Rhodia)                       |
| J.B. Frappa (Saint Gobain)                              | M. Pattein (AGF)                           |
| E. Gaillarde (Ademe)                                    | A. Pic-Paris (L'Oréal)                     |
| P. Gaudineau (Avancées Sociales)                        |  |

## Liste des participants

J.D. Po (EDF)  
P.Y. de Pompignan (Société Générale)  
H. de Pomeys (Société Générale)  
T. Raffy (Meeschaert)  
O. Razemon (ORSE)  
D. Reguer (Reputation Institute)  
D. Reumaux (BMJ Développement Durable),  
H. Righenzy de Villers (Novacy)  
J. Rivals (KPMG)  
E. Rousselet (Crédit Lyonnais)  
H. de Ruggiero (CJD)  
P. Sagnier (Axa IM)  
B. Saincy (CGT)  
C. Sarrazin (Amnesty International)  
N. Seguin (ORSE)  
C. Strulik (Renault)  
V. Sussfeld (AGF)  
P. Toledaro (CDC-IXIS)  
S. Verdejo (Vivendi Universal)  
G. Vermot Desroches (Schneider)  
C. Vigier Quairel (EDF)  
M. Villet (Sanofi-Synthélabo).  
J.M. Vincent (EDF)  
P. Weber (Korn Ferry)  
T. Wiedemann-Goiran (Macif Gestion)  
F. Willard (Ademe)

