



HAL
open science

Performance globale de l'entreprise : les informations environnementales et sociales sont-elles prises en compte par les analystes financiers pour leur diagnostic?

Judith Saghroun, Jean-Yves Eglem

► To cite this version:

Judith Saghroun, Jean-Yves Eglem. Performance globale de l'entreprise : les informations environnementales et sociales sont-elles prises en compte par les analystes financiers pour leur diagnostic?. Normes et Mondialisation, May 2004, France. pp.CD-Rom. halshs-00593086

HAL Id: halshs-00593086

<https://shs.hal.science/halshs-00593086>

Submitted on 13 May 2011

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

PERFORMANCE GLOBALE DE L'ENTREPRISE : LES INFORMATIONS ENVIRONNEMENTALES ET SOCIALES SONT-ELLES PRISES EN COMPTE PAR LES ANALYSTES FINANCIERS POUR LEUR DIAGNOSTIC ?

Auteurs :

Judith Saghroun
Maître de Conférences
Université PARIS X Nanterre
200 avenue de la République
92001 NANTERRE
Tel : 01 42 45 63 22
Fax : 01 42 45 34 69
judith.saghroun@u-paris10.fr

Jean-Yves Eglem
Professeur
ESCP – EAP
79 avenue de la République
75543 PARIS CEDEX 11
Tel : 01 49 23 20 58
Fax : 01 49 23 22 31
eglem@escp-eap.net

Résumé

L'objet de cette recherche, fondée sur des entretiens approfondis menés avec des analystes financiers, est de mieux cerner la perception que ceux-ci peuvent avoir de la performance globale (ou élargie) de l'entreprise. Il s'agit de comprendre dans quelle mesure et comment les analystes financiers sont amenés à intégrer des informations extra-comptables, en particulier environnementales et sociales, dans leur diagnostic.

Mots-clé : Performance, Analystes financiers, Développement durable, Responsabilité sociale de l'entreprise, Entreprise citoyenne, Parties prenantes.

Abstract

The aim of this research paper, based on in-depth interviews of financial analysts, is to better determine what meaning these professionals give to the corporate global performance. The matter is to understand how and to which extent financial analysts are likely to integrate non-financial, in particular environmental and social, information in their diagnoses.

Key words: Performance, Financial analysts, Sustainable development, Corporate social responsibility, Corporate citizenship, Stakeholders.

Une profonde crise de confiance affecte encore aujourd'hui les entreprises, leurs dirigeants, et tous ceux qui interviennent dans la production, le contrôle, l'analyse et la diffusion de l'information financière des entreprises. Cette crise de confiance touche en particulier une certaine conception du capitalisme d'origine anglo-saxonne, relevant d'une sorte de monisme actionnarial qui « considère essentiellement l'entreprise comme une chose, une propriété, un paquet d'actions dont il s'agit de maximiser la valeur » (Albert, 2003). Ce modèle apparaît fondé sur la réussite individuelle et le profit financier à court terme. Au contraire, un deuxième modèle de capitalisme considère l'entreprise comme « une institution investie de responsabilités sociales et donc poursuivant des finalités multiples ; l'entreprise ainsi conçue relève d'un pluralisme partenarial visant à concilier les intérêts des clients, des actionnaires, des salariés et, dans une certaine mesure, de l'environnement ». Il valorise la réussite collective, le consensus, le souci du long terme.

En réaction aux excès d'un « court-termisme » exacerbé on assiste à l'émergence du concept de développement durable défini dès 1987 comme étant le « développement qui permet de satisfaire les besoins actuels sans compromettre l'aptitude des générations futures à satisfaire leurs propres besoins » (Rapport de la Commission mondiale sur l'environnement et le développement). Dans cette optique, il n'y a pas de contradiction entre la croissance économique et la sauvegarde de l'environnement. Les entreprises adeptes de ce concept prennent en compte « les trois dimensions du développement durable : la croissance économique, le progrès social et le devoir écologique » (Albert, 2003). Désormais les concepts de responsabilité sociale des entreprises (RSE) et d'investissement socialement responsable (ISR) constituent en quelque sorte la traduction au plan micro-économique du développement durable, bien qu'il n'y ait pas de définition normative de la RSE et qu'il soit donc essentiel (Notat, 2003) de veiller à l'authenticité des démarches engagées à ce titre.

Selon le modèle d'excellence EFQM¹, la performance globale est la somme des satisfactions, en termes de résultats financiers et non financiers, créées pour les parties prenantes, y compris leur niveau de confiance dans l'aptitude de l'organisation à produire ces satisfactions de façon durable. Les entreprises performantes (Pinto, 2003) ont comme « première caractéristique d'investir durablement sur leurs clients, leurs hommes, leurs produits, leurs métiers. Elles ont en plus un attachement à des valeurs fortes et jalousement protégées ».

La performance d'une entreprise ne peut donc plus se juger selon la seule perspective financière. L'objet de cette recherche, fondée sur des entretiens approfondis menés avec des analystes financiers, est de mieux cerner la perception que ceux-ci peuvent avoir de la performance globale (ou élargie) de l'entreprise. Il s'agit de comprendre dans quelle mesure et comment les analystes financiers sont amenés à intégrer des informations extra-comptables, en particulier environnementales et sociales dans leur diagnostic.

L'objectif de la première partie de la communication est d'analyser les arguments en faveur de la prise en compte de ces informations par les analystes financiers et de repérer les principales réponses actuellement apportées au besoin d'informations extra-comptables. La méthodologie de l'enquête est expliquée dans la deuxième partie et les résultats de cette étude exploratoire sont présentés dans la dernière partie.

1 Contribution des informations extra-comptables, notamment environnementales et sociales, à l'évaluation de la performance globale de l'entreprise

¹ Des modèles ont été développés pour décrire les caractéristiques des entreprises créatrices de valeur et générer des programmes d'évaluation et de récompense. Le programme le plus ancien et le plus reconnu en Europe est l'European Foundation for Quality Management Excellence Model (EFQM) (Oger et Platt, 2002).

Les indicateurs financiers traditionnels s'avèrent insuffisants pour évaluer la performance de l'entreprise (1.1). Des concepts non financiers sont susceptibles d'éclairer l'appréciation d'une performance élargie de l'entreprise (1.2) et sont à l'origine d'un reporting environnemental et social (1.3).

1.1 Les limites des seuls indicateurs financiers

Le résultat comptable n'est pas représentatif de la performance économique en raison de son statut normatif (il doit être conforme aux normes comptables), un aspect qui est d'un usage limité pour les investisseurs et qui laisse souvent place à une gestion stratégique de la part des dirigeants (Cormier, Magnan et Zéghal, 2001). D'autres arguments soulignent les difficultés de la comptabilité à mesurer cette performance économique.

1.1.1 La difficile prise en compte des actifs incorporels

Un premier écueil est la prise en compte des actifs immatériels dans les mesures comptables de performance.

Ces ressources « intangibles », souvent synthétisées par le concept plus globalisant de capital intellectuel, sont placées, dans la littérature théorique et managériale au centre de la création de valeur (Lacroix et Zambon, 2002).

Or, le capital intellectuel, décliné par exemple en trois composantes : capital humain, capital structurel et capital clients par Edvinsson et Malone (1999, p 56-59), n'apparaît pas vraiment en totalité dans les informations comptables publiées. Cette limite de la comptabilité est d'ailleurs reconnue par les professionnels du chiffre : « Dans une économie où les actifs immatériels prennent de plus en plus d'importance, la comptabilité, aussi rigoureuse soit-elle, ne peut que donner une image partielle de la valeur d'une entreprise » (Frotiée, Pricewaterhouse Coopers, 2003).

Les entreprises sont donc amenées à communiquer des informations non comptables supplémentaires pour permettre aux professionnels des marchés financiers d'effectuer leurs prévisions.

1.1.2 Les limites du court-termisme et la réémergence du long terme

On reproche couramment aux marchés d'être animés par une vision à court terme, dictée par le mimétisme des opérateurs et favorisée par les processus d'évaluation des performances des gérants (Férone et alii, 2001, p 97-98). En ce sens, la valorisation des portefeuilles d'actif à leur juste valeur (*fair value*) contribue à raccourcir l'horizon des gérants, puisqu'ils sont de plus en plus jugés (et rémunérés) sur leurs performances instantanées (Pastré et Vigié, 2003, p 40).

Parmi les critiques formulées à l'égard du court-termisme, celle relative à la focalisation sur les résultats financiers a été réactivée par l'adoption en mars 2003 d'un projet de directive de la Commission européenne, visant à imposer la publication de comptes trimestriels dès 2005. Plusieurs raisons concourent à douter de la pertinence d'une information trimestrielle : le surcroît de volatilité qu'elle génère, la concentration de l'attention des analystes sur des rendez-vous à court terme qui obstrue ainsi leur appréciation de la stratégie à long terme de l'entreprise, et sur des cycles de communication financière trop courts pour beaucoup d'industries (Kerdrel (de), 2003b).

Le dirigeant du fonds de pension californien Calpers a condamné en 2003 la généralisation de la pratique des comptes trimestriels, traduisant ainsi, avec d'autres grands fonds, une volonté de réhabiliter le long terme dans leur politique d'investissement (Izraelewicz, 2003).

1.1.3 Le dépassement du concept de valeur actionnariale

Le champ de la valeur s'élargit au-delà de la valeur financière. « Certes, on s'intéresse à créer de la valeur pour l'entreprise, mais quel est le coût pour la communauté (environnement), quel est le coût pour ceux qui produisent directement cette valeur (social) ? Les moyens mis en place pour cette création de valeur peuvent-ils être durablement considérés comme créateurs ou destructeurs de valeurs ? » (Moulard, 2003).

Le concept de valeur actionnariale apparaît trop limité. L'intérêt de l'actionnaire n'exprime pas à lui seul l'intérêt social, d'autant plus que - dans les grandes sociétés cotées - l'actionnaire est un mythe et recouvre des catégories disparates (Darrois et Viandier, 2003). N. Baverez (2003) note ainsi que « le gouvernement des entreprises ne consiste pas à gérer avec pour seul horizon le profit des actionnaires mais à optimiser en permanence les intérêts des différentes parties prenantes dans une optique de pérennité et de développement à long terme de l'entreprise ».

Selon S. Mercier (1999, p 61), les parties prenantes (*stakeholders*) sont l'ensemble des agents pour lesquels le développement et la bonne santé de l'entreprise constituent un enjeu important. Freeman (1984, cité par Pesqueux et Biefnot, 2002, p 182) les définit comme « tout groupe ou individu qui peut affecter, ou être affecté par, la réalisation des objectifs de l'entreprise ». Ces acteurs peuvent être en relations contractuelles avec l'entreprise : actionnaires, salariés, clients, fournisseurs, créanciers...ou situés dans l'environnement de celle-ci sans lien contractuel : collectivités locales, associations, opinion publique...

De même, l'entreprise ne peut plus ignorer les externalités, c'est-à-dire les effets directs sur les autres agents économiques et sur les collectivités publiques concernées, les incidences sur l'environnement naturel, sur la santé, sur les équilibres sociaux... Ces externalités peuvent être positives ou négatives, mesurables ou pas (Perez, 2003, p 106).

La prise en compte des parties prenantes et des externalités qui leur sont liées est à l'origine d'un dépassement de la seule valeur actionnariale et de la conception de systèmes de gouvernance d'entreprise ouverts à d'autres parties prenantes que l'actionnaire. La problématique de la valeur partenariale propose de considérer les parties prenantes autres que l'actionnaire (Charreaux et Desbrières, 1998). De même Hoarau et Teller (2001, p 168) présentent un modèle de la valeur qui s'étaye sur différents niveaux complémentaires, dont une valeur sociale ou partenariale tenant compte de l'environnement de l'entreprise et formalisée au travers des outils de communication à destination des parties prenantes.

L'entreprise se fixe ainsi pour objectif l'harmonisation de la valeur financière à court terme et de la valeur partenariale à long terme.

1.1.4 La prise en compte de nouveaux risques

Trois facteurs principaux influencent la création de valeur: le risque, la croissance et la rentabilité. Le risque apparaît donc un élément fondamental de l'appréciation de la performance attendue de l'entreprise.

Barthélémy (2000, cité par Damak Ayadi, 2003) définit le risque comme une situation dont l'occurrence est incertaine et dont la réalisation affecte les objectifs de l'entreprise qui le subit. Avant de pouvoir traiter et maîtriser ses risques, l'entreprise doit les identifier. Or, la nature des risques évolue dans le temps. « La société du risque » (Beck, 2001) est menacée

par de nouveaux risques : accident nucléaire, risques chimiques, industriels, écologiques, alimentaires, susceptibles d'avoir un impact sur le cours de Bourse et la volatilité de l'action. Une meilleure connaissance de ces risques augmente la confiance des actionnaires. C'est autour de la création d'un capital de confiance que les entreprises doivent se mobiliser, risque et confiance étant indissociables (Ramanantsoa, 2003).

Certains risques font déjà l'objet d'informations dans les états financiers, au travers des provisions explicitées en annexe². De nouveaux textes – dont la récente recommandation du CNC en date du 21 octobre 2003, qui précise les modalités de comptabilisation des actifs et passifs environnementaux dans les comptes individuels et consolidés des entreprises – en obligeant les entreprises à informer en matière d'environnement, ont ainsi remis à jour la réflexion sur la comptabilité environnementale (Christophe, 2003).

Evaluer la performance durable de l'entreprise implique d'appréhender tous les facteurs de risques latents, qu'ils soient environnementaux, sociaux ou éthiques.

1.2 L'essor de concepts non financiers et leur impact sur l'évaluation de la performance

Les indicateurs financiers apparaissent insuffisants dans l'objectif de recherche d'une notion plus large de la performance permettant de mieux estimer la valeur de l'entreprise. Parallèlement à ce constat, on observe l'essor de concepts, qui ne sont pas nécessairement liés à la finance, associant des problématiques environnementales, sociales et éthiques. Dans un premier temps, on indiquera les définitions de ces concepts (1.2.1) avant d'examiner leur contribution à l'analyse de la performance (1.2.2).

1.2.1 Plusieurs concepts pour une problématique environnementale et sociale

Le développement durable et autres démarches fondées sur des thématiques proches : responsabilité sociale de l'entreprise, éthique des affaires et investissement socialement responsable prennent une part croissante dans les discours (et les actes ?) actuels des entreprises. Ces thèmes sont apparus à la fin des années quatre-vingt, se sont développés au début des années quatre-vingt-dix et émergent complètement depuis deux ou trois ans (Léger, 2003, p 276).

A) Le développement durable

Le développement durable comprend trois volets : économique (visant la croissance et l'efficacité économique), social (avec un objectif d'équité et de cohésion sociale) et environnemental (valoriser, voire améliorer l'environnement et préserver les ressources naturelles pour l'avenir). Ces trois exigences correspondent à la *triple bottom line* ou aux 3P (*planet, people, profit*) des anglo-saxons.

Les entreprises reprennent à leur compte la nécessité d'informer, sur ces trois axes, les marchés car ceux-ci veulent être rassurés sur la durabilité de la performance, à la fois par une information plus transparente et par davantage d'informations extra-financière (Lambert, 2003)³.

² Pour la prise en compte de l'environnement dans les états financiers selon les normes internationales, voir Cormier (2002, p 169-171).

³ Les dates clés du développement durable sont récapitulées par Gélinaud et alii (2002, p 22).

B) La responsabilité sociale de l'entreprise

Il s'agit de la traduction de l'expression américaine « *Corporate Social Responsibility* » (CSR). Le terme *sociétal* devrait être utilisé de préférence à *social* car il désigne les responsabilités de l'entreprise à l'égard de multiples *stakeholders*, au-delà des strictes relations professionnelles employeurs /employés, mais selon un usage qui se dessine, le terme de « responsabilité sociale » est davantage utilisé (Chauveau et Rosé, 2003, p 250). En fait, l'usage de l'abréviation RSE ou CSR selon le contexte permet de contourner cette question de vocabulaire.

La RSE est la réponse des entreprises aux préoccupations de développement durable. En allant au-delà de leurs obligations légales, les entreprises répondent aux exigences sociales, économiques et environnementales croissantes que manifestent leurs diverses parties prenantes (Fatoux et Tiberghien, 2004, p 40)⁴.

La discussion au sujet de ce thème est née à partir de l'affirmation, en 1970, de Milton Friedman selon laquelle la seule responsabilité sociale de l'entreprise est d'accroître ses profits (Mercier, 1999, p 59)⁵. Le débat concerne donc la finalité de l'entreprise : son rôle est-il d'enrichir ses actionnaires ou peut-il être plus large ?

L'entreprise n'est pas seulement considérée comme un outil de production et de profit pour les actionnaires, mais aussi comme un acteur de la société. L'entreprise citoyenne est socialement responsable.

C) L'éthique des affaires

La dénomination « éthique des affaires » est la traduction littérale de *business ethics*. L'éthique des affaires peut être définie comme l'analyse des modes d'application des normes morales des individus aux décisions concrètes prises dans l'entreprise (Boyer, 2002, p 4).

Mérieux (2003) s'interroge sur les raisons de ce retour en force de l'éthique⁶. Les scandales récents dans le monde financier ont montré que le respect de la lettre des textes ne garantit pas l'honnêteté des comportements. Le modèle du capitalisme financier, faisant de la création de valeur pour l'actionnaire et de la rentabilité des capitaux propres les seuls critères de la bonne gestion, est aujourd'hui remis en cause. Dans ce nouveau contexte, la préoccupation éthique s'accroît dans les entreprises, comme l'atteste la multiplication des chartes éthiques et des déontologies.

D) L'investissement socialement responsable

Il s'agit d'intégrer dans l'analyse de l'investissement des valeurs sociales, philosophiques, culturelles ou environnementales qui ne sont pas directement prises en compte dans les analyses financières (Plihon et Ponsard, 2002, p 43). Les fonds socialement responsables sont l'un des éléments de la mise en œuvre pratique du concept de développement durable (Sicard, 2003, p 348).

Ceux qui investissent dans de tels fonds ne sont pas désintéressés. Ils attendent une rentabilité financière sur le long terme au moins égale à celle des autres placements.

La dernière génération de fonds, dite de développement durable, n'exclut a priori aucune activité économique⁷. Ces fonds investissent dans les « meilleurs de la classe » de chacun des

⁴ Sur les définitions académiques et institutionnelles de la RSE, voir Déjean et Gond (2002).

⁵ Les fondements historiques et théoriques de la RSE sont présentés par Gond (2001, p 77-78).

⁶ Un historique français de l'éthique d'entreprise est proposé par Ballet et de Bry (2002, p 83-84)

⁷ Sur les trois générations de fonds SR, voir Pesqueux et Biefnot (2002, p 208).

secteurs économiques selon des critères sociaux et environnementaux. Ils partent du postulat que les entreprises qui ont minimisé leurs risques environnementaux et qui sont les plus avancées dans leurs politiques vis-à-vis de leurs salariés, actionnaires, clients, fournisseurs et autres parties prenantes, améliorent à moyen et long terme leurs performances économiques. Les concepts indiqués intègrent des préoccupations sociales et environnementales proches, d'où une certaine confusion sémantique. On observe néanmoins la prédominance de l'expression « développement durable ». Le philosophe Alain Etchegoyen (2003) note ainsi que « la mode éthique, l'entreprise citoyenne, la référence aux « valeurs » de l'entreprise se sont récemment métamorphosées en « développement durable ».

1.2.2 Leur contribution à l'analyse de la performance

Les seuls indicateurs financiers étant insuffisants pour anticiper la performance élargie de l'entreprise, les éléments non financiers constituent des critères importants dans la formation du jugement des acteurs du marché financier. T. Boyer (2002) souligne ainsi, en se fondant sur une enquête de Mavrinc et Siesfeld (1998), complétée par des entretiens avec des traders français, que 35% de la valeur d'une entreprise, en moyenne, provient d'éléments non financiers.

Nous examinerons dans cette perspective les conséquences d'un engagement dans le développement durable en matière de rentabilité, de risque et d'avantage concurrentiel.

A) Eléments qui ont une action sur la rentabilité

◆ A travers les ventes

La démarche du développement durable est un facteur d'innovation, de lancement de nouveaux produits ou services comportant une valeur ajoutée sociétale ou environnementale, donc de différenciation par rapport à la concurrence (labels écologiques et éthiques, par exemple), et de création de nouveaux segments de marché (Wiedemann-Goiran et alii, 2003, p 113 ; ORSE, 2003, p 47). Selon Michael Porter (2003), les entreprises devraient considérer la CSR comme une composante de leur stratégie pour devenir plus compétitives.

Une étude menée par le British Telecom Group montre que la RSE renforce de manière significative la satisfaction des clients et donc leur fidélité (Tuppen, 2002).

◆ A travers la baisse des coûts

Les recherches en matière de protection de l'environnement peuvent engendrer une diminution substantielle des charges, grâce à des économies d'énergie, des gains d'efficacité et un moindre gaspillage.

Par ailleurs, les banques prennent de plus en plus en compte le risque environnemental et social dans leurs procédures d'octroi de crédit (Barabel et alii, 2003, p 60). Une entreprise qui s'engage réellement dans le développement durable aura un accès facilité aux sources de financement à moindre coût.

◆ A travers le changement de perspective temporelle

Le concept de développement durable reconsidère les activités économiques en rompant avec la vision de court terme dominante (Férone et alii, 2001, p 45). Agir de façon socialement responsable revient concrètement à supporter le coût d'actions qui ne sont pas financièrement avantageuses à court terme, dans l'espoir d'un retour sur investissement à long terme.

Il s'agit pour l'entreprise d'adopter l'approche philosophique d' Emmanuel Lévinas qui consiste à considérer qu' "il y a une sorte de vulgarité et de bassesse dans une action qui ne se conçoit que pour l'immédiat, c'est à dire, en fin de compte , pour notre vie seule" (Eliet, 2003).

◆ A travers une meilleure valorisation des actifs immatériels

La création de valeur globale implique une conception élargie du *goodwill*. Les marchés de capitaux commencent à prendre en considération des éléments nouveaux comme la réputation, la responsabilité vis-à-vis des parties prenantes ou l'engagement éthique et sociétal (Dubigeon, 2002, p 24).

La relation positive entre performance financière et performance sociétale est fortement reconnue par les managers, bien que non encore établie par les recherches académiques (Déjean et Gond, 2002, p 396).

B) Les éléments qui ont une influence sur le risque

"La maîtrise des risques doit être considérée comme un processus permettant à une entreprise, un réseau, placés dans un contexte de compétitivité, de prendre toutes les décisions qui s'imposent en vue d'optimiser son activité industrielle et commerciale, sans faire subir à ses clients, à son environnement, des dommages technologiques, économiques et humains qui mettraient en péril de façon durable et irréversible son développement durable et donc sa pérennité" (Nicolet et alii, 2002).

L'entreprise est confrontée au besoin d'identifier d'abord, puis de maîtriser à moyen et long termes les risques et les opportunités liés à ses activités, au regard de leurs impacts à l'égard de la chaîne de ses parties prenantes. L'approche durable conduit à une refonte de la carte des risques et une intégration de leur prévention (Notat, 2003, p24), qu'il s'agisse du risque environnemental (impact des accidents écologiques, des remises en cause par de nouvelles normes...), du risque social ou en matière de sécurité des produits ou des processus.

C) Les éléments qui ont une influence sur l'avantage concurrentiel

◆ Une meilleure gestion du capital image et réputation

La définition de la performance a évolué. Avec la mondialisation, elle s'est complexifiée. De nouveaux paramètres, tels que la responsabilité et un de ses corollaires, la réputation, sont venus enrichir les méthodes d'évaluation des entreprises (Reumaux d'Equainville, 2003).

Pour garder – voire améliorer – la réputation et la confiance suscitées par l'entreprise, il faut valoriser en même temps son image externe : auprès des clients, des partenaires, des marchés financiers, de la société civile... et son image interne vis-à-vis des salariés.

Une politique de développement durable aide à promouvoir l'image de l'entreprise et diminue le risque de la voir compromise. En effet, l'entreprise doit se prémunir contre le risque de sanction par l'opinion, appelé également risque éthique ou social (conflits du travail, dénonciation des conditions de travail chez les sous-traitants...).

Pour une entreprise, être reconnue comme citoyenne responsable devient un avantage concurrentiel.

L'exemple de Glaxo, incité par le fonds de pension Calpers à réduire le prix de ses traitements antisida, illustre parfaitement l'importance de la réputation pour une entreprise. Pour la première fois, un fonds de retraite met davantage l'accent sur le problème de la réputation que sur celui de la rentabilité à court terme (Kerdrel (de), 2003a).

◆ Un management pertinent des ressources humaines

L'engagement de l'entreprise dans le développement durable apparaît comme un moyen de motiver et fidéliser les salariés, ainsi que d'attirer de nouveaux talents. Dire que l'entreprise, au-delà de son rôle économique, est aussi porteuse d'une mission, de valeurs, est un point de départ obligé pour déclencher ces processus psycho-sociologiques d'adhésion (Villette, 2002). Les critères sociaux et environnementaux sont dorénavant des vecteurs indispensables à l'établissement d'un avantage concurrentiel durable par les entreprises. Le souci d'éthique rencontre l'impératif d'efficacité économique (Bickart et Caby, 2001).

Les entreprises perçoivent clairement l'impact des différents concepts évoqués sur leur performance et communiquent de plus en plus sur le sujet pour améliorer leur image, quitte à faire passer au second plan la communication relative à d'autres facteurs créateurs de valeur tels que l'innovation (Kerorguen (de), 2003).

1.3 Vers un reporting environnemental et social

Le succès du concept de développement durable auprès des lecteurs a incité beaucoup d'entreprises à publier volontairement en plus de leur rapport financier annuel des informations non-financières regroupées sous forme d'un document appelé rapport environnement, rapport développement durable ou encore *stakeholders' report* (Antheaume, 2003).

Quelle que soit sa dénomination, le reporting constitue, pour une entreprise, la clé d'entrée dans le développement durable car cette démarche l'oblige à réfléchir, de façon concrète, quantifiée et opérationnelle sur ce que signifie pour elle cette notion : trouver les bons indicateurs, mettre en place des procédures fiables, motiver son management sur les critères du développement durable. Pesqueux et Biefnot (2002, p 223) évoquent à ce sujet l'émergence d'une « comptabilité sans comptes ».

Un minimum de reporting environnemental et social peut être imposé par le législateur, comme en France avec la loi NRE (1.3.1). Parallèlement émergent des initiatives volontaristes pour promouvoir un cadre normatif cohérent et crédible, dont le prototype le plus évolué est la GRI (1.3.2). Cette crédibilité peut être renforcée par l'appel à de nouveaux acteurs, les agences de notation sociale (1.3.3).

1.3.1 Les informations imposées en France par la loi NRE

En attendant les obligations provenant de la Commission Européenne en accompagnement des nouvelles normes comptables applicables en 2005 (Revue Fiduciaire Comptable, juin 2003, p 20-21 et Arnaud, 2003), la notion de développement durable a fait une entrée en force dans le droit des sociétés par la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques (loi NRE). Selon son article 116, le rapport annuel des sociétés cotées doit comprendre des informations sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité. La liste de ces informations est fixée par un décret du 20 février 2002, complété par un arrêté du 30 avril 2002. Toutefois, on pourrait lui reprocher de mentionner les thèmes environnementaux et sociaux qui doivent être évoqués sans définir le périmètre pris en considération ni les indicateurs à utiliser.

Un premier bilan peut être tiré de l'analyse des rapports 2002 (Ropert, 2003, Ernst & Young et alii, 2003).

A la loi NRE s'ajoute la loi sur la prévention des risques technologiques et naturels (J.O 31 juillet 2003) qui renforce, notamment, les obligations de remise en état des sites (Desforges, 2003).

1.3.2 Les tentatives de normalisation internationale

A) Les recommandations provenant d'institutions internationales

Les institutions internationales, ONU, OCDE, Union européenne, ont émis des principes généraux et des dispositions qui servent de références (Notat, 2003)⁸. Les sujets abordés « relèvent de la *soft law*, du « droit mou » ou « droit vert », c'est à dire se référant aux grands principes généraux reconnus universellement mais sans véritable ancrage réglementaire dans les pays souverains. Ils reposent donc sur le principe d'une adoption volontaire des acteurs économiques » (Férone, 2003, p 19).

On peut mentionner également le programme Global compact (Pacte mondial) lancé par le Secrétariat général des Nations unies en 1999 autour du respect de neuf principes relatifs aux droits de la personne, du travail et de l'environnement.

Si ces textes peuvent fournir des cadres pour les rapports environnementaux et sociaux, ils n'imposent guère d'indicateurs, ce qui rend presque impossibles l'évaluation et la comparaison des informations fournies par les entreprises.

B) Une initiative privée: la GRI

La *Global Reporting Initiative* (site internet : globalreporting.org) est une organisation internationale privée dont la mission est de développer et promouvoir des directives d'application générale pour l'élaboration, par les entreprises, de rapports sur leur développement durable.

Initiée en 1997, la GRI est un centre collaborant officiellement avec le Programme environnemental des Nation Unies et travaille en coopération avec le Global Compact. Elle propose aux entreprises un cadre qui leur permet en particulier de décrire la façon dont elles respectent les préceptes des codes de conduite proposés par l'ONU et l'OCDE.

La GRI semble actuellement la démarche la plus avancée de tentative de normalisation internationale en matière de reporting sociétal. Elle veut élever la qualité de celui-ci au niveau de celui du reporting financier sur la base du volontariat. Elle cible toutes les parties prenantes et pas seulement les investisseurs « sans résoudre la contradiction entre des besoins d'information très différents des diverses parties prenantes et la pertinence et la clarté requises » (Capron et Quairel, 2003). Sa méthodologie (*sustainability reporting guidelines*) définit les principes à respecter, très proches de ceux que l'on trouve dans les normes internationales comptables et vise « une représentation équilibrée et raisonnable de la performance durable d'une organisation ». Les thèmes à traiter dans les rapports annuels de développement durable sont largement décrits mais, bien qu'il y ait un objectif de produire un document standardisé, le caractère volontaire de la démarche et la multiplicité des destinataires confèrent surtout au rapport une fonction de communication. Les outils n'ont pas

⁸ Pour une présentation des instruments proposés par les organisations internationales et les ONG, voir Notat (2003, p 15-16).

la robustesse du modèle comptable et le référentiel proposé s'attache plus au management des parties prenantes qu'à la fonction de reddition (Capron et Quairel, 2003).

1.3.3 Rating des agences de notation extra-financière (ou sociétale)

L'importance nouvelle accordée à la performance sociale et environnementale se traduit également par l'apparition de nouveaux acteurs : les agences de notation ou groupes de recherche spécialisés dans l'évaluation de la performance non financière des entreprises. Ces organisations évaluent les performances sociales et environnementales sur la base d'informations émanant de l'entreprise, ainsi que d'autres sources d'information telles que les syndicats, les médias ou les ONG. « L'agence de notation extra-financière est là pour corriger une éventuelle asymétrie de l'information à l'égard des acteurs financiers et économiques sur les sujets sociétaux, environnementaux et éthiques » (Férone, 2004).

Les notations peuvent être effectuées pour le compte des investisseurs, mais aussi des entreprises elles-mêmes dans le cadre de notations sollicitées qui peuvent être assimilées à un audit social et environnemental de l'entreprise. L'Observatoire sur la responsabilité sociale des entreprises (ORSE), dans sa lettre 31 du 26 mai 2003, recense 33 agences de notation extra-financière dans le monde, dont cinq en France. Parmi celles-ci, on citera principalement Vigéo, créée par Nicole Notat en 2002, Core ratings, appartenant comme l'agence de notation financière américaine Fitch au groupe Fimalac et dirigée en France par G. Férone, fondatrice d'Arese et enfin Innovest, bureau parisien d'une agence américaine⁹.

Il s'agit à présent de tenter d'apporter des réponses aux questions suivantes : quelles sont les informations extra-comptables¹⁰ susceptibles d'intéresser les analystes financiers ? Dans quelle mesure et sous quelle forme les analystes sont-ils amenés à intégrer ces informations dans leur diagnostic ? Nous pourrions ainsi déterminer si le large consensus constaté à travers la littérature académique et managériale en faveur de la prise en compte d'une performance globale et durable est en phase avec la perception des analystes financiers.

2. La méthodologie de la recherche

Cette étude s'inscrit dans une démarche qualitative (2.1) fondée sur des entretiens avec des analystes financiers sélectionnés sur le critère de l'activité exercée (2.2).

2.1 Une démarche qualitative à visée exploratoire

Dans un premier temps, le choix de l'approche qualitative est justifié (2.1.1) avant de préciser les méthodes de recueil et d'analyse des données utilisées (2.1.2).

2.1.1 L'orientation de la recherche : une approche qualitative

⁹ A propos des agences on consultera avec profit leur site internet : innovestgroup.com, coreratings.com et vigeo.com, ainsi que le guide publié conjointement par ORSE, EPE, ADEME : Guide des organismes d'analyse sociétale 2001 et son complément 2003 : Evolutions récentes des organismes d'analyse sociétale et environnementale.

¹⁰ Tout au long de cet article, les expressions « informations extra-comptables » et « extra-financières » sont considérées comme équivalentes.

L'objectif de l'étude est de comprendre le sens que les acteurs donnent à la réalité, à l'aide de la comparaison. Il n'existe pas une perception unique du résultat par les analystes financiers mais des perceptions multiples qui sont le produit de constructions mentales individuelles ou collectives et qui sont susceptibles d'évoluer au cours du temps (Guba et Lincoln, 1994, cité dans Méthodes de recherche en management, 1999).

La démarche qualitative a ainsi pour mission de repérer des similitudes et des différences entre les contextes pour donner un sens aux situations (Wacheux, 1996). Les analystes financiers exercent leur métier dans des contextes différents (décrits en 2.2). Or, la démarche qualitative permet la prise en compte des spécificités des personnes interrogées.

Il s'agit d'une étude exploratoire, à la recherche d'une compréhension de la logique des acteurs.

2.1.2 Méthodes de collecte et d'analyse des données

Les entretiens ont pour finalité de comprendre le sens que les répondants attribuent aux questions et situations qu'ils vivent dans leur contexte. Ce sont des entretiens semi-directifs, menés à l'aide d'une liste de thèmes , utilisée comme une structure souple pour interroger. La série d'entretiens a été conduite de façon similaire avec les répondants successifs à des fins de comparaison.

L'analyse des notes prises pendant les entretiens s'appuie sur des méthodes et des formats de présentation des données préconisés par Miles et Huberman (1991), en trois phases formant un processus cyclique et interactif : la condensation des données, la présentation des données et l'élaboration des résultats. Un lexique des thèmes centraux a permis d'établir une liste de codes utilisés pour analyser chaque entretien. La présentation des données codées s'effectue à l'aide de matrices à groupements conceptuels. Trois matrices ont été élaborées. La première énumère les informations extra-financières à même de susciter l'intérêt des analystes. La seconde concerne les relations entre le développement durable et le métier d'analyste. La dernière matrice aborde le devenir de ce concept pour la profession.

2.2 La présentation des entretiens

Le métier d'analyste financier recouvre plusieurs identités selon le lieu de travail et l'objectif poursuivi. Les analystes interrogés ont été sélectionnés sur le critère du métier exercé afin d'obtenir un échantillon théorique au sens de Glaser et Strauss, c'est-à-dire représentatif des différences entre les répondants. Une typologie du métier d'analyste financier a ainsi été élaborée (2.2.1), à partir de laquelle les caractéristiques des analystes rencontrées sont exposées (2.2.2).

2.2.1 Une typologie du métier d'analyste financier

Cette typologie s'organise selon deux axes. Le premier oppose les analystes-actions aux analystes crédits, alors que le second différencie les analystes « *sell-side* » de leurs homologues « *buy-side* ». Le rôle des analystes actions est d'apprécier la stratégie d'une entreprise pour en déduire une recommandation à partir de prévisions sur les futurs résultats. Les analystes crédit représentent les créanciers et doivent apprécier la qualité de crédit

d'émetteurs de dettes (capacité à faire face à leurs échéances et à rembourser leur dette financière¹¹).

Par ailleurs, la profession des analystes financiers est segmentée en deux groupes: les analystes « *sell-side* » et « *buy-side* » (Garcia, 2001, p.253; Sranon-Boiteau, 1998, p.145-148 ; Mazet, 2001, p.37-38 ; Kablé, 2003, p.98-112).

Les analystes « *sell-side* » travaillent pour des sociétés de Bourse. Leur rôle est d'assister les clients de leur employeur dans la définition d'une politique d'investissement, en formulant des recommandations d'achat, de vente ou de conservation des titres. Les analystes « *buy-side* » travaillent pour des sociétés de gestion ou des investisseurs institutionnels. Ils conseillent directement les gérants de portefeuille dans leur décision d'investissement.

La différence essentielle entre ces deux formes de la profession tient à la force de la contrainte commerciale qui pèse sur les analystes « *sell-side* ». Ceux-ci doivent émettre des recommandations qui suscitent des transactions et donc des courtages pour les sociétés de Bourse qui les emploient. Ce sont ces flux de courtage qui financent les bureaux de recherche (par opposition à l'activité commerciale), lesquels constituent des centres de coûts. De plus, les sociétés de Bourse, auparavant indépendantes, ont été pour la plupart rachetées par un groupe exerçant des activités de marché primaire dites « *corporate* », telles une augmentation de capital ou une introduction en Bourse, et représentant de fait un enjeu financier très important. Certes, une « muraille de Chine » est censée garantir une séparation étanche entre les activités « *corporate* » et la recherche mais la question d'une totale indépendance des analystes « *sell-side* » revient souvent sous les feux de l'actualité. Les analystes « *buy-side* » peuvent émettre un avis dénué de toute pression commerciale, puisque réservé à la société de gestion.

Ce deuxième axe de la typologie s'inscrit dans une visée exploratoire.

2.2.2 La typologie retenue pour le choix des répondants

I- Analystes actions	a) <i>sell-side</i> b) <i>buy-side</i>
II- Analystes crédit	a) obligations b) crédits bancaires c) conseil en notation
III- Analystes extra-financiers	a) agences de notation sociale b) analystes ISR

Les analystes crédit étudiant les obligations sont subdivisés en deux sous-groupes :

- ◆ L'analyste de recherche crédit est amené à exprimer une opinion sur le couple risque / rendement d'une émission obligataire. Il travaille dans une banque d'investissement en tant que « *sell-side* » (émissions primaires et stratégie d'investissement) ;
- ◆ La même fonction exercée pour le compte d'investisseurs institutionnels est remplie par l'analyste « *buy-side* ».

¹¹ Pour une comparaison des métiers d'analystes actions et analystes crédit, voir Bruslerie (de la) (2002).

L'analyste « conseil en notation » aide son client, émetteur, à améliorer son dossier afin d'optimiser la note qui lui sera attribuée par une agence de notation, notamment à la suite d'un nouveau financement.

L'analyste extra-financier met en évidence le niveau d'implication de la société étudiée dans les problématiques de développement durable. Son analyse porte sur des aspects complémentaires à ceux de l'analyse financière traditionnelle, principalement en matière de gouvernance d'entreprise, de responsabilité sociale et environnementale. Il travaille pour le compte d'agences de notations spécialisées ou de sociétés de gestion concernées par l'ISR.

Un tableau des caractéristiques des vingt cinq analystes rencontrés est présenté en annexe. Les entretiens, d'une durée variant entre une et deux heures, se sont déroulés de novembre 2003 à février 2004.

3. L'appréciation de la performance globale par les analystes financiers

Cette recherche vise à repérer les différentes informations environnementales et sociales retenant l'attention des analystes financiers (3.1). Elle tente ensuite de décrire comment ces derniers utilisent les informations qui vont influencer leur diagnostic (3.2). Un certain degré de normalisation pourrait favoriser la prise en compte de ces informations (3.3). Toutefois, les conditions de l'intégration des critères développement durable par les analystes financiers dans un avenir proche ne semblent pas encore réunies (3.4).

3.1. Les informations extra-financières susceptibles de retenir l'attention des analystes financiers

3.1.1 Une vision surtout financière des ressources humaines

Les politiques de ressources humaines mises en œuvre par les entreprises intéressent les analystes surtout sous l'angle financier. Ils prennent ainsi en compte les licenciements comme facteurs de réduction des coûts. D'autres aspects sont aussi considérés en fonction de leur impact sur la rentabilité : intéressement, actionnariat salarié, négociation des avantages sociaux, implantation syndicale, existence de surcapacités entraînant des baisses d'effectifs annonciatrices de grèves. Une politique sociale très généreuse entraînant une moindre croissance des résultats par rapport à celle des concurrents est jugée pénalisante (AA9).

Les sociétés donnent peu d'informations sur leur management des ressources humaines : « les politiques salariales, de formation ou de mobilité géographique sont difficiles à analyser quand tout se passe bien » (AA11).

Des entretiens informels permettent d'avoir une idée sur le climat social dans les SSII, où il est important de « garder les bons éléments quand les affaires repartent » (AA1).

Dans des secteurs à haute technologie (aéronautique), une attention est accordée à la pyramide des âges et au taux de rotation du personnel qui pourraient être interprétés en tant que signes de difficulté à capitaliser le savoir-faire.

3.1.2 Une image prise en compte surtout quand elle se détériore

Pour certains analystes, l'image de l'entreprise est importante mais difficile à valoriser : « elle se reflète dans le chiffre d'affaires, la capacité à attirer des collaborateurs, du moins dans des secteurs comme le luxe » (AA11). Pour d'autres, l'impact financier immédiat est privilégié et la réputation de l'entreprise sera ignorée si les profits sont en croissance. Une entreprise à l'image entachée peut même et avec un certain cynisme être conseillée à l'achat dans une perspective à court terme qui est celle de la plupart des analystes financiers.

Dans cette optique, le mécénat n'a pas de traduction financière reconnue : « toutes les grandes entreprises en font » (AA9).

Une image négative serait toutefois prise en compte : impact sur le consommateur, rappel de voitures dans le secteur automobile. Les rumeurs sont considérées comme étant rarement totalement infondées.

De nombreux analystes tiennent compte davantage de l'image des dirigeants, de leur honnêteté, de leur sérieux. L'évaluation du management a une nette influence sur le rating des agences de notation financière (AC6). La perception du management par la communauté financière est un élément essentiel : « malgré les pollutions, Total a une superbe image auprès des analystes, grâce notamment à la qualité de son management » (AA10).

3.1.3 Une faible préoccupation environnementale

La plupart des répondants considèrent qu'ils sont peu concernés professionnellement par l'environnement, soit en raison de leur secteur (télécoms), soit parce que sans influence sur leur opinion boursière. Les analystes manifestent quelque intérêt lorsqu'une influence sur les coûts est envisagée (programmes de réduction de la consommation d'énergie dans les grandes surfaces).

La problématique environnementale est forte dans le secteur automobile en raison des nouvelles dispositions visant à réduire les émissions polluantes et à organiser le recyclage. Un analyste du secteur s'intéresse aux recherches sur les nouvelles sources d'énergie, tout en précisant qu'il est impossible d'estimer aujourd'hui un éventuel avantage concurrentiel futur car « les entreprises concurrentes pourront toujours prendre le train en marche » (AA6).

Selon le responsable de la recherche d'une société de gestion, l'investissement dans l'environnement est perçu, par les analystes, comme une dépense préjudiciable pour le cours de bourse, mais devrait avoir un effet positif à long terme sur la prime de risque.

3.1.4 Peu d'intérêt en général pour les parties prenantes

Les relations avec les pouvoirs publics concernent peu les analystes interrogés sauf pour des entreprises appartenant à certains secteurs réglementés comme les télécoms, le tabac ou la grande distribution.

Les sociétés donnent généralement peu d'informations sur les fournisseurs et sous-traitants. « Le marché financier est réducteur et on n'a pas le temps d'approfondir » (AA2). « Et s'il nous arrive de poser des questions, on ne va pas voir les ONG et les syndicats » (AA14).

Les relations avec les fournisseurs sont vues essentiellement sous l'angle financier à travers leur impact sur le besoin en fonds de roulement et la possibilité de tirer au maximum sur les prix. « Les entreprises de grande distribution ont des relations tendues avec les fournisseurs mais restent des émetteurs solides et puissants » (AC2).

La société civile est essentiellement réduite aux associations de consommateurs. Ces dernières peuvent perturber la grande distribution et l'agro-alimentaire. De même dans l'automobile, il est intéressant de voir si un constructeur réagit aux problèmes évoqués par les lecteurs des revues spécialisées. Une opinion négative peut se répandre rapidement et avoir un impact sur le titre. Par ailleurs, lorsque les activités de mécénat en faveur d'acteurs de la société civile sont excessives elles sont jugées contraires à l'intérêt des actionnaires.

3.1.5 Des opinions variées à propos de la gouvernance

Le gouvernement d'entreprise vise à prendre en considération les attentes de l'ensemble des parties prenantes à l'activité des entreprises et, en ce sens, il rejoint les perspectives du développement durable (Wiedemann-Goiran et alii, 2003, p XVI).

C'est un sujet important pour certains analystes. Les thèmes qui reviennent le plus fréquemment sont la composition de l'actionnariat, le caractère opérable ou non de la société, l'adéquation de la rémunération des dirigeants avec les résultats de l'entreprise et les traditions du pays, la compétence des administrateurs indépendants. Accessoirement sont abordées des questions sur les différents comités, sur les mesures prises qui pourraient être défavorables aux minoritaires.

D'autres « regardent sans trop tirer des conclusions » (AC2). Les questions ne sont soulevées qu'en cas de difficultés notoires ou de perte de confiance dans les dirigeants.

Les entretiens ne nous ont pas permis de confirmer l'opinion déjà répandue que le gouvernement d'entreprise est le premier critère extra-financier en voie d'être complètement intégré par la communauté financière (Fatoux et Thibergien, 2004, p 46).

3.1.6 Vers une prise en considération des risques latents

D'une façon générale, les risques pris en compte sont ceux qui font l'objet de l'actualité. La tendance n'est pas à la proactivité, on attend que les informations soient publiques et qu'il y ait crise.

On peut citer les risques liés à une traçabilité insuffisante dans l'agro-alimentaire, à la montée de revendications sociales, la présence d'amiante dans des garnitures de freins, la sécurité des passagers dans l'automobile, le boycott de certains produits. Les dangers potentiels mais non encore arrivés à maturité ne sont guère pris en compte, tels les risques d'un usage excessif des téléphones mobiles. Toutefois plusieurs analystes pensent que certains risques latents sont davantage pris en considération. Sont cités la pollution, des changements de réglementation sur la sécurité des salariés ou l'usage de certains procédés, les effets secondaires de médicaments, le travail des enfants, la délocalisation d'activités, les impacts sociaux de la croissance externe. Des questions sont posées aux entreprises sur les risques en cours et les mesures prises mais les réponses des sociétés ne peuvent guère être vérifiées. La profession est demandeuse d'indicateurs de risques. A défaut, la conscience de risques est un élément parmi d'autres qui conforte une opinion déjà acquise par ailleurs.

3-2 La prise en compte d'informations extra-financières dans l'évaluation de la performance globale

3.2.1 L'entreprise performante selon les analystes

« Entreprise performante » est une expression de journaliste (AA1). Pour les analystes le terme est lié à la Bourse : on parle de performance boursière. Un titre boursier performant est un bon titre.

La notion de performance est relative et dépend du secteur. Une entreprise performante est celle qui voit son chiffre d'affaires, sa marge, ses résultats, sa part de marché augmenter régulièrement et plus rapidement que les autres du secteur. Elle est plus rentable que ses concurrentes aussi bien à court terme qu'à long terme et ne se préoccupe pas trop de la Bourse. Elle privilégie une croissance organique, pérenne, dans la continuité et « est capable de réagir à des modifications de son environnement » (AA7). « La qualité de ses choix stratégique à long terme lui assure un potentiel de croissance durable et la récurrence de ses résultats » (AA10). Cependant, pour un analyste « parler de stratégie n'est pas crédible car l'entreprise subit plutôt son environnement » (AA8).

L'entreprise performante garantit un bon retour sur capitaux investis, réalise ce qu'elle a promis, respecte ses engagements, ne fait pas de profit warning, a une bonne capacité à dégager du « cash » et n'est pas trop endettée.

3.2.2 Le sens du développement durable pour le métier d'analyste

Pour une courte majorité des analystes financiers rencontrés, le développement durable n'est pas un concept utilisé dans leur métier : « ce n'est pas un critère dans la mesure où nos interlocuteurs ne l'utilisent pas » (AA5) ; « le terme de développement durable n'apparaît dans aucune étude effectuée par les agences de notation financières » (AC6).

Le court-termisme du marché est souvent évoqué pour expliquer le manque d'intérêt suscité par le développement durable. En revanche, la plupart de ses adeptes défendent la nécessité d'une vision à long terme de l'entreprise : « il s'agit d'une problématique à très long terme qu'on ne peut pas se permettre d'ignorer aujourd'hui » (AA14). Un analyste crédit (AC4) souligne que son métier consiste à analyser les risques de l'environnement dans lequel évolue l'émetteur pour repérer une éventuelle détérioration de sa capacité à rembourser la dette et qu'il lui faut donc prendre en considération les risques à long terme de type développement durable.

Les entretiens mettent ainsi en évidence une relative opposition illustrée par Hervé Serieyx (2003, p 75): « Entre les exigences de la gouvernance à l'anglo-saxonne qui met la satisfaction de l'actionnaire au premier rang et celles du développement durable qui privilégie les décisions respectant le long terme sociétal, la contradiction est flagrante ».

Pour les banques, adopter une démarche « développement durable » est de plus en plus souvent nécessaire de par leur mise en cause par les ONG (AC5).

On observe un net clivage entre les opinions des analystes *sell-side* et *buy-side*. Le développement durable fait sens pour la totalité des analystes actions et la moitié des analystes crédit *buy-side*, mais pas pour une large majorité d'analystes *sell-side*.

3.2.3 L'impact de ces informations sur le diagnostic

Une nette majorité des personnes interrogées reconnaît que les informations extra-financières sont susceptibles d'avoir un impact sur leur diagnostic, en particulier la confiance dans le management et la transparence de la société, les critères environnementaux et sociaux arrivant au second plan. Des réserves sont toutefois émises : « plus pour hiérarchiser que pour valoriser »(AA7) ; « uniquement ce qui plait au marché »(AA9). Certains affirment que l'impact sera plus important dans l'avenir car actuellement l'information est peu fiable.

La prise en compte des critères de développement durable est beaucoup plus intuitive que formalisée, ce qui apparaît souvent comme un savoir-faire spécifique, non transmissible (AA13). Les analystes sensibles à la problématique du développement durable souhaiteraient pouvoir quantifier les informations environnementales et sociales pour la valorisation des titres.

On peut noter un effort de formalisation réalisé par une société de gestion dans laquelle les analystes financiers ont élaboré leurs propres grilles sectorielles avec le concours d'analystes ISR (AA12). Dans une autre société de gestion, qui a aussi initié un travail en commun avec des analystes ISR, l'analyste crédit effectue une prise en compte quantitative des risques par retraitements de dettes et provisions au bilan.

Une minorité ne reconnaît aucune influence à ces informations car elles ne sont pas quantifiées et « ne rentrent dans aucune case »(AA3). « La communauté financière ne les prend pas en compte car leur impact sur le cours boursier n'est pas mesurable » (AA4).

Finalement, les informations qui retiennent l'attention des analystes financiers montrent que la notion de performance à laquelle la plupart se réfèrent n'est pas la performance globale ou élargie abordée dans la première partie. Du moins faut-il distinguer les analystes financiers « classiques » et les analystes ISR.

3.3 L'intérêt d'une normalisation

3.3.1 Des rapports annuels encore peu lus

La majorité des analystes a lu rapidement les informations environnementales et sociales émanant de la loi NRE figurant dans le rapport annuel (« On jette un œil dessus »). Plusieurs critiques sont formulées à l'égard de ces informations. La rareté des données publiées pour l'ensemble d'un groupe et de celles mises en perspective dans le temps avec des objectifs de progrès constituent les deux principales limites. Deux analystes relèvent également le manque de formation des financiers : « les financiers n'y comprennent rien ! » (AA2).

3.3.2 Une normalisation souhaitée

Les analystes expriment, à une quasi-unanimité, une attente forte en matière de détermination d'un cadre normatif cohérent. Ils souhaitent disposer d'informations objectives, organisées et standardisées, afin de pouvoir procéder à des comparaisons. Cependant, l'initiative de normalisation internationale que constitue la GRI, n'est connue que de trois d'entre eux.

Les répondants manifestent une tendance marquée pour une normalisation sectorielle tout en soulevant le problème de la définition du secteur : « une réglementation sectorielle paraît difficile car peu d'entreprises appartiennent à un seul secteur d'où la question du choix de la réglementation à appliquer » (AA13).

La nécessité d'une normalisation des informations non financières est constatée par la commission Développement durable et analyse financière de la SFAF (2004 p 19) : « Il convient de trouver un moyen terme entre la centaine de pages denses des préconisations GRI et la vingtaine de lignes vagues de la loi NRE. Des indicateurs sectoriels sont indispensables et les professions devraient s'entendre sur certains indicateurs communs, à définition homogène, permettant les comparaisons ».

3.3.3 Des informations à certifier

La publication par les entreprises de rapports développement durable pose inévitablement la question de leur certification, souhaitée par la plupart des analystes.

Une crédibilité plus assurée de la démarche développement durable et/ou des données publiées par l'entreprise, la responsabilité accrue des sociétés sur les informations qu'elles diffusent constituent les principaux arguments en faveur d'une certification.

Quant à la question de savoir qui devrait certifier la qualité des informations fournies, une forte majorité s'exprime en faveur d'un organisme spécialisé, indépendant, qui devrait plutôt être distinct des commissaires aux comptes.

Le problème du coût de la certification est posé, l'entreprise étant souvent supposée peu disposée à supporter des frais supplémentaires. Par ailleurs, deux analystes émettent un doute sur la crédibilité des informations certifiées, dans le cas où l'organisme extérieur serait rémunéré par l'entreprise : « ce serait l'illusion d'une garantie supplémentaire » (AA13).

3.4 Quel avenir pour l'intégration de critères environnementaux et sociaux par les analystes ?

Certains des analystes financiers interrogés ne voient pas d'avenir pour l'intégration de critères de développement durable dans leurs diagnostics. Ils estiment que « ce n'est pas le discours du marché » (AA1). L'approche des analystes est nécessairement à court terme car le délai moyen de détention des titres est court. La communauté financière considère souvent que le développement durable est un phénomène de mode. La priorité est accordée à l'objectif de transparence financière. Le développement durable serait alors « une cerise sur le gâteau » (AA9).

D'autres sont pragmatiques : ils ne s'intéresseront au développement durable que si cela est demandé et donc financé par leurs clients. Ils mettent en avant le rôle déterminant des investisseurs. A cet égard, l'essor des fonds ISR et le développement de l'épargne salariale apparaissent très prometteurs. D'après Novethic, l'encours des fonds ISR a plus que doublé entre 2002 et 2003 (bfinance, 2004). Quant aux fonds d'épargne salariale, ils doivent respecter « un certain nombre de valeurs collectives favorables à un développement économique, social et environnemental équilibré » (Saint- Pierre (de) et Laroza, 2003). « Il faudrait les inciter à être demandeurs d'informations sur le développement durable » (AA10).

On décèle heureusement des lueurs d'espoir : « L'idée progresse lentement » (AA7). Le nombre d'acteurs ayant des exigences en matière d'ISR devrait croître peu à peu.

C'est grâce à la formation continue des analystes financiers et à l'influence des analystes ISR que l'intérêt pour ces thèmes devrait grandir. Le travail en commun mené par plusieurs répondants avec des analystes ISR est à l'origine d'une réflexion sur la pertinence des critères sociaux et environnementaux. Certaines sociétés de gestion demandent à leurs analystes financiers d'intégrer des critères ISR pour enrichir et approfondir la connaissance de

l'entreprise. On pourrait imaginer une diffusion plus rapide des idées en fusionnant les pôles actions, crédit et ISR au sein des cellules d'analyse financière.

A la suite des grands scandales financiers de type Enron, on remarque certaines prises de conscience. Les critères qualitatifs ne sont plus complètement ignorés.

Dans le secteur bancaire, le nouveau ratio prudentiel McDonough permet d'inclure dans l'analyse du risque client des éléments qualitatifs, notamment environnementaux et sociaux (Fatoux et Thiberghien, 2004, p 46-47).

D'autres indices encourageants sont à souligner: « L'implication de la sphère publique, tant au niveau international que national, l'implication croissante des entreprises dans le processus, la sensibilisation croissante du citoyen-consommateur-salarié sont des signaux forts » (SFAF, 2004, p 19). De plus, certains courtiers sont d'ores et déjà notés par leurs clients pour la qualité des informations de type développement durable qu'ils leur apportent (AA8). Les critères de gouvernement d'entreprise sont en voie d'être intégrés et on peut penser que la prise en compte des critères environnementaux et sociaux pourraient suivre (AEF5). Une prise en compte élargie des risques devrait permettre une intégration de certains critères de développement durable dans l'analyse financière.

Toutefois demeure le problème des outils méthodologiques. Certains pensent qu'il faudra au moins dix ans (AA12) pour bénéficier d'outils plus quantitatifs. Pour d'autres, « ce n'est pas demain la veille » (AEF5). On retrouve en fait une problématique bien connue des financiers et applicable aux critères environnementaux et sociaux: comment trouver une relation entre des coûts supplémentaires immédiats et un espoir de rentabilité et de cash flows futurs (AA2).

Conclusion

Au terme de cette étude il faut bien constater un décalage entre la notion de performance globale présentée par la littérature académique et managériale et la faible intégration des critères environnementaux et sociaux par les analystes financiers qui toutefois énoncent souvent une définition assez large de l'entreprise performante.

La prise en compte des problématiques liées au développement durable dépendra en premier lieu de la demande en provenance des investisseurs. Elle passera nécessairement par une adaptation de la formation des analystes à cette nouvelle dimension et par une communication appropriée des entreprises. En effet, les analystes interrogés notent que le sujet est très peu évoqué par les entreprises lors des présentations.

L'objectif serait ainsi de faire évoluer la perception actuelle des analystes financiers, axée sur les risques, vers une vision plus positive du développement durable en termes d'opportunités de développement et d'avantages concurrentiels.

C'est d'ailleurs par leur focalisation sur tous les risques potentiels que les analystes crédit semblent plus réceptifs au développement durable que les analystes actions. De même les analystes *buy-side* ont davantage de recul sur les perspectives à long terme que les analystes *sell-side*.

Les professionnels mettent en évidence un besoin de recherche académique à la fois pour établir le lien entre développement durable et performance financière et proposer un renouvellement méthodologique pour une meilleure prise en compte des aspects qualitatifs de la performance.

Ce travail présente les limites inhérentes à son caractère exploratoire et invite à d'autres recherches. En particulier, une nouvelle enquête pourrait être menée en 2006 pour mesurer les progrès des indicateurs de développement durable dans le cadre de la loi NRE, avec une

adaptation éventuelle des normes GRI. Cette enquête pourrait également étudier comment les entreprises parviendront à harmoniser le court-termisme apparent des normes IAS-IFRS résultant de l'évaluation à la juste valeur et les perspectives à long terme du développement durable.

Annexe

Tableau 1-Caractéristiques des 25 analystes interrogés lors des entretiens.

Désignation	Fonction	Informations complémentaires	Ancienneté dans l'analyse financière	Spécialisation sectorielle	Nombre de valeurs suivies	Capitalisations des valeurs suivies
AA1	Analyste actions sell-side		3 ans	SSII, éditeurs de logiciels	10	Grandes
AA2	Idem	Directeur de la Recherche Administrateur Sfaf	15 ans	Aéronautique, compagnies aériennes, électricité	10	Grandes
AA3	Idem		5 ans	Aéronautique, défense	8	Grandes
AA4	Idem		4ans	Distribution alimentaire et spécialisée	10	Grandes
AA6	Idem		5 ans	Automobile, SSII	16	Grandes
AA5	Idem		9 ans	Distribution alimentaire	10	Grandes et moyennes
AA7	Idem		6 ans	Automobile	14	Grandes et moyennes
AA8	Idem	Commission Développement durable et analyse financière Sfaf	10 ans	Telecoms	6	Grandes
AA9	Idem			Telecoms	5	Grandes
AA10	Analyste actions buy-side		17 ans	Pétrole, chimie, pharmacie, cosmétique + ensemble des sociétés cotées	Moitié de la cote européenne	Grandes et moyennes
AA11	Idem		5 ans	Distribution alimentaire et spécialisée, technologie, matériaux de construction, hôtellerie – loisirs, biens d'équipement	-	Grandes
AA12	Idem		12 ans	Agro-alimentaire, tabac, boissons, biens de consommation	30	Grandes
AA13	Idem	Responsable Recherche européenne	15 ans	Distribution spécialisée, biens de consommation, luxe, hôtellerie - loisirs	20	Grandes
AA14	Idem	Responsable Recherche	15 ans	NON	300 suivies par une équipe de 9 analystes	Grandes
AC1	Analyste crédit obligations convertibles sell-side		10 ans	NON	Une centaine	Tous les émetteurs d'obligations convertibles
AC2	Analyste crédit obligations buy-side	Chargée TD Analyse financière	13 ans	Aéronautique, défense, biens d'équipement, BTP, matériaux de construction, utilities	25	Grandes + qq sociétés non cotées
AC3	Idem	Responsable Recherche obligataire	15 ans	Banques	Equipe internationale : 1000	Grandes et moyennes
AC4	Idem		7 ans	Automobile, Telecoms	50	Grandes
AC5	Analyste crédit Engagement bancaire		22 ans	NON	N/A	N/A
AC6	Analyste crédit Conseil en notation		7 ans	NON	N/A	N/A
AEF1	Agence notation sociale		4 ans	Technologies	N/A	Grandes
AEF2	Agence notation sociale		3 et demi	Industrie	35	Grandes et moyennes
AEF3	Analyste ISR		2 et demi	NON	100	Grandes
AEF4	Analyste ISR	Directeur de la recherche	15 ans analyste financier, 4 ans analyste ISR	NON	40	Grandes et moyennes
AEF5	Agence notation sociale		11	NON	N/A	Grandes et moyennes

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- ALBERT M. (2003), « Une nouvelle économie sociale de marché ? Quels modèles d'entreprise pour un développement durable ? », *Futuribles*, n° 287, juin 2003, pp. 5-21.
- ANTHEAUME N. (2003), « Le rapport environnement /développement durable ; Pourquoi publier et que publier ? », *R.F.C.*, n° 356, juin 2003, pp. 27-31.
- ARNAUD PH. (2003), « L'information environnementale : un enjeu à moyen terme pour toutes les entreprises », *R.F.C.*, n° 356, juin 2003, pp. 32-34.
- BALLET J. et BRY (de) F. (2002), « Investissement socialement responsable et éthique, l'avenir de l'entreprise ? », Les nouvelles logiques de l'entreprise, *Cahiers français*, n° 309, juillet- août 2002, pp. 83-88.
- BARABEL M., MEIER O., SCHIER G. (2003), « Une communication financière en voie de transformation », *L'Expansion Management Review*, décembre 2003, pp.58-64
- BARTHELEMY B. (2000), *Gestion des risques : Méthode d'optimisation globale*, Editions d'Organisation.
- BAVEREZ N. (2003), « Toutes les formes de capitalisme ont été touchées par la crise », *Les Echos*, 8 janvier 2003, p. IV.
- BECK U. (2001), *La société du risque – sur la voie d'une autre modernité*, Aubier.
- [WWW.BFINANCE](http://www.bfinance.com) (2004), « L'investissement socialement responsable prend son envol », 27 janvier 2004.
- BICKART B. et CABY J. (2001), « Fonds éthiques et développement durable », *papier de recherche*, IAE Paris I, 2001.
- BOYER A. (coordonné par) (2002), *L'impossible éthique des entreprises*, Editions d'Organisation.
- BOYER T. (2002), « Corporate governance et emploi : les attentes des marchés financiers », *Gérer et Comprendre*, n° 69, septembre 2002, pp. 29-36.
- BRUSLERIE (de la) H. (2002), *Analyse financière et risque de crédit*, 2^{ème} édition, Dunod.
- CAPRON M. et QUAIREL F. (2003), « Reporting sociétal : limites et enjeux de la proposition de normalisation internationale : Global reporting initiative », *Actes du 24^e Congrès de l'AFC*, 2003.
- CHARREAUX G. ET DESBRIERES P. (1998), « Gouvernance d'entreprise : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance, Contrôle, Stratégie*, volume 1, n° 2, pp. 57-58.
- CHAUVEAU A. et ROSE J.J. (2003), *L'entreprise responsable*, Editions d'Organisation.
- CHRISTOPHE B. (2003), « La comptabilité verte ou comment mieux informer pour contribuer au développement durable », *RFC n°356*, juin 2003, pp.35-38.
- CORMIER D. (2002), *Comptabilité anglo-saxonne et internationale*, Economica.
- CORMIER D., MAGNAN M., ZEGHAL D. (2001), « La pertinence et l'utilité prédictive de mesures de performance financière : une comparaison France », Etats-Unis et Suisse, *Comptabilité- Contrôle-Audit*, Tome 7, Vol.1, pp. 77-105.
- DAMAK AYADI S. (2003), « Comment gérer les risques liés à la responsabilité sociale des entreprises? », *Actes du 24^e Congrès de l'AFC*, 2003.
- DARROIS J.M. et VIANDIER A. (2003), « L'intérêt social prime l'intérêt des actionnaires », *Les Echos*, 27-28 juin 2003.
- DEJEAN F. ET GOND J.P. (2002), « La responsabilité sociétale des entreprises : enjeux stratégiques et stratégies de recherche », *Sciences de gestion et pratiques managériales*, Réseau des IAE, Economica, 2002, pp.389-400.
- DESFORGES D. (2003), « Environnement : les contraintes de la nouvelle loi », *Option Finance*, n° 752, 29 septembre 2003, p. 38.
- DUBIGEON O. (2002), *Mettre en pratique le développement durable*, Village Mondial.
- EDVINSSON L., MALONE M.S., MAZARS AUDIT (1999), *Le capital immatériel de l'entreprise : identification, mesure, management*, Maxima.

- ELIET G. (2003), « La loi NRE, le gouvernement d'entreprise et le développement durable », *Rapport moral sur l'argent dans le monde en 2002*, Association d'Economie Financière, pp. 335-346.
- ERNST & YOUNG, KPMG, MAZARS (2003), *L'information financière 2003, Groupes industriels et commerciaux européens*, CPC.
- ETCHEGOYEN A. (2003), « Le sens du développement durable », *Les Echos*, 18 mars 2003, p. 61.
- FATOUX F. et TIBERGHIE F. (2004), « L'évaluation extra-financière des entreprises », *Futuribles*, janvier 2004, pp. 39-51.
- FERONE G. (2004), « Le point de vue d'une agence de notation spécialisée », *Analyse financière* n°10, janvier 2004, pp. 30-31.
- FERONE G. (2003), « La notation environnementale : origine et enjeux », *Sociétal* n°42, 4° trimestre 2003, pp. 17-20.
- FERONE G., D'ARCIMOLES C.H., BELLO P., SASSENOU N. (2001), *Le Développement durable*, Editions d'Organisation.
- FROTIEE P. (2003), « Restaurer la confiance », *Echanges*, n° 195, janvier 2003, pp.58-59.
- GARCIA M. (2001), « La production d'informations par les analystes financiers » in *Faire de la recherche en comptabilité financière*, (R. Teller et P. Dumontier éditeurs), Vuibert-FNEGE.
- GELINIER O., SIMON F.X., BILLARD J.P., MULLER J.L. (2002), *Développement durable, pour une entreprise compétitive et responsable*, Collection essais de la CEGOS, ESF.
- GOND J.P. (2001), « L'éthique est-elle profitable? », *Revue Française de Gestion*, n°136, novembre-décembre 2001, pp. 77-85.
- HOARAU C. ET TELLER R. (2001), *Création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert.
- IZRAELEWICZ E. (2003), « Le nouvel activisme de Calpers », *Option Finance*, n° 738, 26 mai 2003, p. 9.
- KABLE C. (2003), *Les clés d'un parcours boursier réussi*, Gualino éditeur.
- KERDREL (de) Y. (2003 a), « Calpers réconcilie la Bourse et la vie », *Les Echos*, 30 avril 2003.
- KERDREL (de) Y. (2003 b), « La fausse - bonne idée des comptes trimestriels », *Les Echos*, 2 juillet 2003, p. 44.
- KERORGUEN (de) Y. (2003), « La « com » des entreprises s'empare du thème du développement durable », *La Tribune*, 2 juillet 2003.
- LACROIX M., ZAMBON S., « Capital intellectuel et création de valeur : une lecture conceptuelle des pratiques françaises et italiennes », *Comptabilité –Contrôle- Audit*, numéro spécial -mai 2002, pp. 61-84.
- LAMBERT S. (2003), (PricewaterhouseCoopers, département développement durable), « Des paillettes à la réalité », *Echanges*, n°197, mars 2003, pp. 60-61.
- LEGER J.Y. (2003), *La communication financière*, Dunod.
- MAZET Y. (2001), « Les métiers de l'analyste : typologie », *Analyse financière*, n° 2, décembre 2001, pp. 37-38.
- MERCIER S. (1999), *L'éthique dans les entreprises*, La Découverte.
- MERIEUX A., (2003), « Le retour de l'éthique » in *Rapport moral sur l'argent dans le monde en 2002*, Association d'Economie Financière, pp. 13-18.
- MILES A.M., HUBERMAN M.B. (1991), *Analyse des données qualitatives*, De Boeck Université.
- MOULARD C. (2003), « La gouvernance d'entreprise : vers un capitalisme réformé ? », *Echanges*, n°195, janvier 2003, pp. 50-51.
- NICOLET J.L., PLANCHET G., VALANCOGNE J. (2002), *Et si les risques m'étaient comptés !* Editions Octares, (cité in *La maîtrise des risques, acte de gouvernance à part entière, Expansion Management Review*, mars 2003, p 66-69).
- NOTAT N. (2003), « La responsabilité sociale des entreprises », *Futuribles*, n° 288, juillet-août 2003, pp. 11-28.
- OGER B. et PLATT.D.E. (2002), « Modèles de création de valeur en Europe et aux Etats-Unis : une comparaison des modèles de l'EFQM et du Baldrige Award Criteria », *Comptabilité– Contrôle – Audit*, numéro spécial, mai 2002, pp. 85-115.

- ORSE (2003), *Les stratégies de développement durable nourrissent-elles la performance économique des entreprises ?* juillet.
- PASTRE O. ET VIGIER M. (2003), *Le capitalisme déboussolé*, Editions La Découverte.
- PEREZ R. (2003), *La gouvernance de l'entreprise*, Repères, La Découverte.
- PESQUEUX Y. et BIEFNOT Y. (2002), *L'éthique des affaires ; management par les valeurs et responsabilité sociale*, Editions d'Organisation.
- PINTO P. (2003), *La performance durable ; renouer avec les fondamentaux des entreprises qui durent*, Dunod.
- PLIHON D., PONSSARD J.P. (2002), *Les fonds éthiques, in La montée en puissance des fonds d'investissement - Quels enjeux pour les entreprises?* Les études de La Documentation française.
- PORTER M. (2003), « CSR- a religion with too many priests ? », *EBF issue 15*, autumn 2003.
- RAMANANTSOA B. (2003), « Le risque au cœur de la relation entreprises – société », *Les Echos - L'art de la gestion des risques*, www.lesechos.fr/cgi-bin/btnimpr.pl.
- REUMAUX D'EQUAIVILLE D. (2003), « L'éthique et la réévaluation du risque », *La Tribune*, 3 avril 2003.
- ROBERT E. (2003), *Les nouveaux enjeux de la communication financière dans les groupes du CAC 40*, KPMG.
- SAINT-PIERRE (DE) F. et LAROZA A. (2003), « Crise des marchés et développement durable », *Analyse financière*, n° 8, 3e trimestre 2003, pp. 40-42.
- SERIEYX H. (2003), « L'entreprise apprenante ou comment concilier l'inconciliable », *L'Expansion Management Review*, décembre 2003, pp.74-80.
- SFAF, rapport de la commission Développement durable et analyse financière, (2004), « Phénomène de mode ou mouvement de fond ? », *Analyse financière*, n°10, janvier 2004, pp.14-19.
- SICARD J.P. (2003), Président de Novethic, « 2002 : une année paradoxale pour les démarches d'investissement socialement responsable », in *Rapport moral sur l'argent dans le monde en 2002*, Association d'Economie Financière, pp. 346-354.
- SRANON-BOITEAU C. (1998), *De l'utilisation de l'information comptable par les analystes financiers français*, thèse pour le doctorat ès sciences de gestion, Université de Paris-Dauphine.
- THIETART R.A. et coll. (1999), *Méthodes de recherche en management*, Dunod.
- TUPPEN C. (2002), « Les clients veulent aussi de l'éthique », *L'Expansion Management Review*, décembre 2002, pp. 27-30.
- VILLETTE M. (2002), « Les bons principes ne survivent jamais aux circonstances défavorables », *Le Monde Economie*, 3 décembre 2002.
- WACHEUX F. (1996), *Méthodes Qualitatives et Recherche en Gestion*, Economica.
- WIEDEMANN-GOIRAN T., PERIER F., LEPINEUX F. (2003), *Développement durable et gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur*, Editions d'organisation.