

## **Investissement socialement responsable : quelles sont les attentes des investisseurs institutionnels en matière de reporting extra-financier ?**

**Auteur :** Alexandre, Eve-Marie

**Promoteur(s) :** Xhauflair, Virginie

**Faculté :** HEC-Ecole de gestion de l'Université de Liège

**Diplôme :** Master en sciences de gestion, à finalité spécialisée en management des entreprises sociales et durables

**Année académique :** 2019-2020

**URI/URL :** <http://hdl.handle.net/2268.2/10804>

---

### *Avertissement à l'attention des usagers :*

*Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.*

*Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.*

---

# **INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE : QUELLES SONT LES ATTENTES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EN MATIÈRE DE REPORTING EXTRA-FINANCIER ?**

Jury :  
Promoteur :  
Virginie XHAUFLAIR  
Lecteur(s) :  
Valérie GERON  
Nathalie CRUTZEN

Mémoire présenté par  
**Eve-Marie ALEXANDRE**  
En vue de l'obtention du diplôme de  
Master en Sciences de Gestion  
à finalité spécialisée en  
Social Enterprise Management  
Année académique 2019/2020



## Remerciements

Je tiens tout d'abord à remercier ma promotrice, Madame Virginie Xhaufclair. Elle m'a orientée tant dans mes décisions que dans ma recherche et m'a donné de précieuses recommandations lors de la rédaction de mon mémoire.

Mes remerciements s'adressent également à Valérie Geron, qui m'a fourni de nombreux conseils durant la réalisation de ce travail ainsi qu'à Nathalie Crutzen pour le temps qu'elle accordera à sa lecture.

Enfin, j'exprime ma reconnaissance envers mon entourage et tous les relecteurs, qui m'ont fait bénéficier de leur soutien pour la rédaction du mémoire et particulièrement à mes parents qui m'ont encouragée et ont permis sa concrétisation. Un tout grand merci à Marie-Paule pour ses relectures assidues.



## Table abrégée des matières :

<b>Table abrégée des matières :</b> .....	<b>a</b>
<b>Liste des abréviations :</b> .....	<b>b</b>
<b>1. Chapitre 1 : Introduction</b> .....	<b>1</b>
1.1 Contexte de la recherche.....	1
1.2 Motivation de la recherche .....	2
1.3 Structure du mémoire .....	3
<b>2. Chapitre 2 : Partie théorique</b> .....	<b>4</b>
2.1 Contexte du reporting extra-financier.....	4
2.2 Cadres légaux : .....	19
2.3 Les acteurs financiers .....	23
2.4 Grille d'analyse.....	35
<b>3. Chapitre 3 : Partie empirique</b> .....	<b>37</b>
3.1 Méta-analyse.....	37
3.2 Discussion Transversale .....	60
<b>4. Conclusion générale</b> .....	<b>66</b>
4.1 Recommandations .....	67
4.2 Limites .....	70
4.3 Perspectives .....	70
<b>5. Annexes</b> .....	<b>I</b>
<b>6. Bibliographie</b> .....	<b>XX</b>
<b>Table des matières :</b> .....	<b>XXIX</b>
<b>Executive Summary</b> .....	<b>XXXII</b>



## Liste des abréviations :

AMF : Autorités des Marchés Financiers

BEL20 : Indice boursier reprenant les vingt plus grosses capitalisations belges

CAC40 : Indice boursier reprenant les quarante plus grosses capitalisations françaises

CDP : Carbon Disclosure Project

CE : Commission Européenne

CSR : Corporate Social Responsibility

DD : Développement Durable

DPEF : Déclaration de Performance Extra-Financière

ESG : Environnementaux, sociaux et de gouvernance

EMAS : Système de Management Environnemental et d'Audit

ESMA : European Securities and Markets Authority (L'autorité européenne de supervision des marchés financiers)

EY : Ernst and Young

FSMA : Financial Services and Market Authorities (Autorité des services et marchés financiers)

GSSB : The Global Sustainability Standards Board

GRI : Global Reporting Initiative

II : Investisseur Institutionnel

IIRC : International Integrated Reporting Council

ISO : Organisation internationale de normalisation

ISO26000 : Norme de l'ISO liée à la responsabilité sociétale des entreprises

ISR : Investissement socialement responsable

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Économiques

ODD : Objectifs de Développement Durable

ONG : Organisations Non Gouvernementales

OPCVM : Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

OREE : Organisation pour le Respect de l'Environnement dans l'Entreprise

PWC : PricewaterhouseCoopers

RI : Rapport Intégré

RSE : Responsabilité Sociétale des Entreprises

SASB : Sustainability Accounting Standards Board



SBF 120 : composé de l'indice CAC 40 auquel est rajouté le SBF 80 (égal aux 80 valeurs les plus liquides cotés parmi les 250 entreprises françaises à la capitalisation boursière les plus importantes (SBF 250)).

SPF : Service Public Fédéral

WBCSD : World Business Council for Sustainable Development



# 1. Chapitre 1 : Introduction

## 1.1 Contexte de la recherche

Au cours des dernières décennies, la place de l'entreprise dans la société a évolué progressivement. De plus en plus, au-delà de son rôle économique, nous attendons d'elle qu'elle assume ses responsabilités sociales et environnementales. Ces nouvelles exigences ont donné naissance au concept de Responsabilité Sociale des Entreprise (RSE). En 2011, la Commission européenne a défini la RSE comme étant : « *la responsabilité des entreprises pour leurs impacts sur la société* ».

Afin de démontrer la réalité de son engagement dans la RSE, l'entreprise a été appelée à mettre au point des outils de mesure. Ces outils devaient servir à évaluer les impacts sociaux et environnementaux de son action, tant positifs que négatifs (Gond & Igalens, 2018). Par ailleurs, ils devaient permettre de communiquer ces résultats «extra-financiers»<sup>1</sup> vers le public. La communication de ces données représentait en effet un défi de taille. Les données publiées devaient être validées, fiables, complètes sans dévoiler d'informations confidentielles, intelligibles et utiles pour ses destinataires. Parmi eux, les investisseurs, dont il est question dans ce mémoire.

Les investisseurs destinataires de cette communication particulière, sont divisés en deux catégories principales: les investisseurs particuliers et les investisseurs institutionnels. Ces derniers ayant des préoccupations sociales et environnementales de plus en plus importantes, ils ont développé des procédures pour analyser et prendre en compte le reporting<sup>2</sup> extra-financier des entreprises. La RSE étant un aspect spécialement sensible dans leurs politiques d'investissement, ce travail s'est intéressé particulièrement à cette catégorie.

Ces investisseurs institutionnels (II) peuvent se définir comme suit: «*des grandes entreprises intervenant sur les marchés financiers et qui incluent actuellement les établissements de crédit et autres professionnels du secteur financier investissant soit pour leur propre compte, soit pour le compte de leurs clients qui sont également investisseurs au sens de cette définition ou dans le cadre d'une gestion discrétionnaire*<sup>3</sup>, les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les organismes de placement collectif luxembourgeois et étrangers et certaines sociétés de

---

<sup>1</sup> Relatives aux valeurs et performances sociales, sociétales, environnementales et de gouvernance d'une entreprise.

<sup>2</sup> Reporting, mot anglais se traduisant par communication de données.

<sup>3</sup> Une gestion déléguée, attribuée à un expert en gestion de portefeuille.

*portefeuille* »<sup>4</sup> (Euronext Funds<sup>5</sup>, 2020). Par conséquent, les investisseurs institutionnels auraient potentiellement un effet de levier important quant à la responsabilisation des entreprises au niveau de leurs impacts sociaux et environnementaux. Les fonds impliquant la responsabilité sociale des entreprises (RSE) sont appelés fonds Investissements Socialement Responsables (ISR). Les investisseurs institutionnels confiant généralement la gestion de ces fonds à des équipes spécialisées, soit en interne, soit en externe. L'analyse des rapports extra-financiers peut donc être effectuée par une grande variété d'acteurs.

**L'objectif de cette recherche est, d'une part, d'identifier et de qualifier les attentes des investisseurs institutionnels en matière de reporting extra-financier et, d'autre part, d'établir le niveau d'adéquation du reporting des entreprises avec ces attentes.**

## 1.2 Motivation de la recherche

Une importante majorité d'investisseurs ont pris conscience des impacts sociaux et environnementaux que les entreprises peuvent avoir sur la société. Par conséquent, dans le cadre des décisions d'investissement, la plupart d'entre eux tiennent compte des facteurs sociaux, sociétaux et environnementaux. La communication efficace de ces informations devient donc un exercice crucial pour les entreprises et le rapport extra-financier doit répondre aux attentes des investisseurs. En effet, selon la littérature, celui-ci devrait amener les entreprises à communiquer de façon transparente tous les éléments extra-financiers prouvant leur engagement en termes de RSE et de développement durable, tout en les liant à la performance globale. Dans la pratique, cependant, ce n'est pas toujours le cas.

C'est pourquoi, nous avons décidé d'analyser en profondeur cette inadéquation entre les attentes des investisseurs et les données publiées par les entreprises. Notre analyse a permis de comprendre les manquements entre la théorie du reporting extra-financier et l'utilisation qu'en font les investisseurs institutionnels et surtout, ce qu'ils en attendent.

---

<sup>4</sup> Consulté le 12 mai 2020 à l'adresse <https://funds360.euronext.com/education/glossaire-des-opcvm/definition/investisseur-institutionnel>

<sup>5</sup> Euronext (bourse de Paris) est un opérateur de marché, il fixe les règles du fonctionnement des marchés. Il offre aux investisseurs 3 services : la cotation, la négociation des ordres d'achat et de vente et la diffusion des cours et de données. Euronext Funds360 offre une série de solutions de données sur les fonds.

A la suite de l'analyse, nous pourrions recommander aux entreprises toute une série de critères à intégrer ou à améliorer dans leur rapport extra-financier afin de les faire correspondre aux attentes des investisseurs institutionnels.

### 1.3 Structure du mémoire

Le mémoire est structuré en deux parties : une théorique et une empirique.

Pour la partie théorique, le cadre du reporting extra-financier est en premier lieu expliqué. En second lieu, les cadres légaux (européens, français et belges) sont décrits. En troisième lieu, les investisseurs institutionnels sont analysés ainsi que les acteurs financiers principaux jouant un rôle dans la perspective de ce type d'investissement et étant importants vis-à-vis de l'analyse du rapport extra-financier (les agences de notation extra-financière et les sociétés de gestion d'actifs interne ou externe). En guise de résumé et de conclusion de la partie théorique, une grille d'analyse est constituée sur base de la littérature scientifique. Celle-ci détermine des catégories de critères répondant aux attentes des investisseurs institutionnels par rapport à la déclaration de données extra-financières.

A la suite de la partie théorique, afin de valider notre recherche, nous avons effectué une méta-analyse. Celle-ci équivaut à une étude accomplie sur base d'informations secondaires ; en d'autres termes, une collecte de données tirées de la littérature grise<sup>6</sup> comprenant des études réalisées par des institutions et des organismes ainsi que des enquêtes exécutées par diverses organisations (cette méthode permettant d'augmenter la taille de l'échantillon et par conséquent, d'analyser les résultats en combinant des études primaires afin de traiter les éléments les plus importants). L'analyse de ces études se base sur les critères de notre grille d'analyse pour en extraire les données de manière homogène et les rassembler par catégorie de la grille.

Pour terminer la partie empirique, les résultats de la méta-analyse en lien avec la partie théorique ont été discutés et synthétisés via une discussion transversale mettant en perspective les points d'attention particuliers, les limites et les points d'améliorations. A la suite de cela, une brève conclusion ainsi que des recommandations sont émises.

---

<sup>6</sup> En général, la littérature grise se compose d'un ensemble de connaissances qui n'est pas le produit de procédés d'examen par les pairs caractérisant la publication dans des revues scientifiques.

## 2. Chapitre 2 : Partie théorique

### 2.1 Contexte du reporting extra-financier

#### 2.1.1 Origine

Bien que la RSE soit un concept provenant des Etats-Unis, c'est la France qui fut pionnière au niveau du reporting extra-financier dès le début des années 2000 (Gond & Igalens, 2018).

Dans un contexte de mondialisation et de révolutions (industrielles, technologiques, sociales, et sociétales), les activités et échanges commerciaux sont en plein essor. Cette mondialisation a pour effet d'accentuer les crises sociales mais également économiques et environnementales (telles que les ressources naturelles limitées diminuant de jour en jour, une population grandissante et influencée par la tendance de surconsommation, les changements climatiques ou l'évolution des technologies en matière d'exploitation de données). Ce sont des problèmes auxquels les entreprises sont confrontées en tant qu'actrices de ces changements et souvent reconnues comme ayant des impacts majeurs face à ceux-ci. Dès lors, elles subissent des pressions de la société et notamment des ONG. Ces dernières demandent des comptes par rapport à aux impacts sociaux ou environnementaux des entreprises.

Par ailleurs, les entreprises ayant une responsabilité face à ces enjeux globaux veulent garder leur légitimité auprès du public. C'est donc dans ce contexte qu'a lieu une remise en question de la communication financière des entreprises. Celle-ci doit s'élargir à d'autres dimensions et inclure des questions relevant de la RSE et du développement durable (dimensions économiques, sociales et environnementales). Ainsi, à la fin des années 1990, les entreprises ont élaboré de manière volontaire leur première déclaration afin d'exprimer leur engagement vis-à-vis de ces enjeux environnementaux, sociaux et sociétaux (Capron & Petit, 2011).

Depuis plusieurs années, des cadres réglementaires et des lignes directrices ont été établis pour les entreprises quant à la divulgation et le contrôle des données extra-financières. En fonction de plusieurs critères légaux, certaines entreprises se verront obligées de divulguer ces informations et d'autres pourront toujours le faire de manière volontaire (le cadre légal sera détaillé dans le chapitre suivant). Aujourd'hui, les entreprises en ont fait une pratique courante. En effet, selon Caron et al. (2016), l'élaboration de rapports extra-financiers a augmenté largement depuis ces dernières années (Annexe 1 : Tableau 1).

### 2.1.2 Définition

Il existe plusieurs définitions concernant le reporting extra-financier, nous avons choisi celle du Ministère de la Transition écologique et solidaire en France, parce que l'origine du concept de reporting extra-financier provient de France et de plus, cette définition a été publiée récemment: *« la communication par une entreprise d'informations sociales, environnementales, sociétales et de gouvernance, contribuant ainsi à une meilleure transparence sur ses activités, ses caractéristiques et son organisation. En tant que tel, il constitue un fondement important de la politique de responsabilité sociétale de l'entreprise vis-à-vis de ses parties prenantes, des citoyens et de l'État »*<sup>7</sup>.

La notion extra-financière peut être exprimée par différents termes : « *ISR* (Investissement Socialement responsable) », « *ESG* (critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance) », ou *RSE* (Responsabilité Sociale des Entreprises) » (Libaert & Léger, 2019). Ces terminologies seront expliquées dans la suite de ce mémoire.

De plus, il existe plusieurs synonymes du rapport extra-financier tels que le reporting social, le reporting sociétal, le rapport de développement durable ou encore le rapport RSE, signifiant tous, de manière similaire, une divulgation des données se rapportant aux trois dimensions de la RSE : économique, sociale et environnementale (Bon, 2009). Nous considérerons toutes ces appellations comme des synonymes afin de réduire la complexité du sujet et aller au cœur même de la recherche qui est de connaître la qualité du reporting extra-financier relative aux attentes des investisseurs institutionnels. Il faut cependant noter que le rapport extra-financier peut prendre deux formes. Soit un rapport externe en plus du rapport de gestion annuel des entreprises, il sera nommé rapport RSE ou de développement durable. Soit, cette déclaration peut être divulguée sous forme d'un rapport intégré au rapport financier.

### 2.1.3 A qui s'adresse-t-il?

Le reporting extra-financier s'adresse à toutes les parties prenantes. Il doit pouvoir rendre des comptes tant aux actionnaires qu'à la société en générale, tout en tenant compte des générations futures (Morin-Esteves et al., 2016).

La place des parties prenantes dans l'élaboration du rapport est donc centrale et leur dialogue prime dans les objectifs du reporting extra-financier.

---

<sup>7</sup> *Le reporting extra-financier des entreprises.* (2019). Ministère de la Transition écologique et solidaire. Consulté 18 mars 2020, à l'adresse <https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/reporting-extra-financier-des-entreprises>

Pour définir la notion de partie prenante, la « théorie des parties prenantes » (Stakeholder Theory) est indispensable. Celle-ci prône la relation entre l'entreprise et ses différentes parties prenantes et non plus uniquement avec ses actionnaires. Cette théorie a été mise en avant par les travaux de Freeman (1984) et également de Carroll (1989).

Freeman et Reed (1983) ont défini les parties prenantes de deux manières, au « sens strict » comme étant « *tout groupe ou individu identifiable dont l'organisation dépend pour sa survie (tels que les employés, les segments de clientèle, certains fournisseurs, les principales agences gouvernementales, les actionnaires, certaines institutions financières et d'autres parties prenantes dans le sens restreint du terme)* ». Ensuite, ils ont défini les parties prenantes au « sens large » comme étant « *tout groupe identifiable, c'est-à-dire, tout individu qui peut influencer sur la réalisation des objectifs d'une organisation (les groupes d'intérêt public, les groupes de protestation, les agences gouvernementales, les associations professionnelles, les concurrents, les syndicats, ainsi que les employés, les segments de clientèle, les actionnaires, certaines institutions financières ainsi que toutes les parties prenantes dans ce sens)* ». Il existe cependant d'autres définitions plus restreintes quant à cette notion. Ceci n'étant pas le propos, nous nous limiterons à cette définition.

Nous retiendrons donc qu'il y a les **parties prenantes internes** c'est-à-dire, les salariés, les dirigeants, les actionnaires et les **parties prenantes externes** qui sont les fournisseurs, les clients, les concurrents, les gouvernements, la société, les communautés locales, les associations, etc. (Cazal, 2011). De plus, parmi cette dernière catégorie à qui le reporting extra-financier s'adresse, il y a les **investisseurs** et plus particulièrement, ceux qui **intègrent des préoccupations sociales** à leurs investissements.

Selon Libaert et Léger (2019), il existe deux types d'investisseurs: **l'actionnaire individuel**, défini comme étant « *un investisseur qui a décidé d'investir directement, ou par délégation, dans le produit action* », et **l'investisseur institutionnel**, défini comme étant « *un décideur dont la mission essentielle est de valoriser au mieux, et dans la durée, ses fonds propres ou les fonds qui lui ont été confiés par les épargnants, particuliers ou autres institutionnels tels que les caisses de retraite* ». En outre, ces mêmes auteurs décrivent deux autres catégories d'agents financiers importants en matière de communication financière et extra-financière des entreprises pour ces deux types d'investisseurs : d'une part, l'analyste financier boursier, « *un prescripteur majeur en matière de communication financière des entreprises, assurant la relation entre l'entreprise et le marché* » ; d'autre part, un groupe de plusieurs types d'acteurs: les auditeurs, les avocats, les banquiers et les agences de notation extra-financière.



A contrario des investisseurs « classiques », **les investisseurs ayant des préoccupations sociales**, sont autant intéressés par la performance financière de l'entreprise que par la performance sociale et environnementale de celle-ci. Dans une optique d'investissement à long terme, ceux-ci se tournent vers de la finance durable, des investissements socialement responsables qui correspondent à leurs attentes d'un point de vue financier et éthique. Ceci correspond à un type d'investissement : l'Investissement Socialement Responsable (ISR)<sup>8</sup>.

Selon Silvent (2013), l'ISR est « *le pendant de la RSE pour les acteurs financiers* ». Ce terme, apparu aux États-Unis dans les années 1960, est traduit en anglais par « Socially Responsible Investment ». Le mot « social » en français doit être considéré de manière plus large comme c'est le cas en anglais, c'est-à-dire, comprenant à la fois la dimension sociale, environnementale et sociétale (Pérez, 2002). Ce type de placement (titres d'entreprises socialement responsables) permet de financer les entreprises en tenant compte de critères extra-financiers, en plus des critères financiers. En effet, un investisseur ayant des préoccupations sociales se base à la fois sur des critères financiers et sur des critères extra-financiers pour la gestion de ses actifs (Gollier & Leclair, 2006). Il tient compte des dimensions sociales, environnementales et éthiques lors de son choix d'investissement et son choix variera en fonction du degré d'importance accordé à celles-ci.

Ainsi, l'ISR répondrait aux besoins des investisseurs ayant des préoccupations sociales, qu'ils soient individuels ou institutionnels, car investir dans des entreprises socialement responsables encouragerait des bonnes pratiques de gestion qui prennent en compte les crises sociales et environnementales actuelles telles que le changement climatique ou la limitation des ressources naturelles qui concernent toutes les générations actuelles et futures (Gollier & Leclair, 2006). Ce type d'investissement pourrait donc être une manière pour les investisseurs de faire valoir leurs valeurs éthiques. **Toutefois, l'ISR est surtout connu par les investisseurs institutionnels mais encore peu prisé par les investisseurs particuliers** (Durif et al., 2013).

---

<sup>8</sup> Nous sommes conscients qu'il existe d'autres formes d'investissement social s'inscrivant dans la même perspective de l'ISR telles que l'impact investing (pratique plus récente), mais nous nous limiterons uniquement à celui-ci. En effet, alors que l'impact investing a pour but de créer de l'impact via l'investissement afin de résoudre les problèmes sociaux et/ou environnementaux, l'ISR se concentre sur l'amélioration des pratiques des entreprises en termes de critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) (Höchstädter et Scheck, 2015). Un schéma présenté en annexe du spectre d'investissement permet de visualiser où se situe l'ISR (Annexe 2 : Schéma du spectre d'investissement).

### 2.1.4 But du rapport

Le rapport extra-financier a pour but de sensibiliser les entreprises aux questions environnementales, sociétales et sociales. En effet, selon Gond et Igalens (2018), le reporting social a pour but de « *mesurer la performance d'une organisation en matière de développement durable, d'en communiquer les résultats puis d'en rendre compte aux parties prenantes internes et externes* ». Dès lors, via ces rapports, les organisations sont aptes à montrer leur engagement envers ces trois dimensions. En d'autres mots, le rapport est donc une manière d'aboutir à la mise en place d'actions RSE, d'en faire part à ses parties prenantes et ainsi de permettre à celles-ci de les évaluer (Morin-Esteves et al., 2016). C'est aussi une façon pour les organisations de démontrer leur valeur ajoutée à la société. En effet, les indicateurs financiers et économiques du rapport annuel d'entreprise ne suffisent plus. Comme dit précédemment, les marchés financiers ou les organisations non gouvernementales exigent de tels rapports présentant les actions sur les domaines environnementaux, sociaux et économiques de la RSE. En conclusion, le rapport extra-financier va permettre de générer de la valeur en traitant les aspects sociaux, environnementaux et de gouvernance. Il est donc perçu comme un levier de changement et de progrès en termes de création de valeur pour l'entreprise et il permet d'augmenter la crédibilité aux yeux des investisseurs et des autres parties prenantes.

### 2.1.5 Composition du rapport extra-financier

Nous savons que le reporting extra-financier et notamment s'il est basé sur la Déclaration de Performance Extra-Financière (DPEF), est composé d'informations sur les engagements sociétaux, sociaux et environnementaux de l'entreprise. D'une manière générale, ces engagements sont souvent véhiculés et divisés en cinq types d'informations : « *des conséquences sur le changement climatique de l'activité de la société et de l'usage des biens et services qu'elle produit* », « *des engagements sociétaux en faveur de l'économie circulaire et de la lutte contre le gaspillage alimentaire* », « *des actions visant à lutter contre la précarité alimentaire, pour le respect du bien-être animal et une alimentation responsable, équitable et durable* », « *des accords collectifs conclus dans l'entreprise et de leurs impacts sur la performance économique de l'entreprise et sur les conditions de travail des salariés* » et enfin, « *des actions visant à lutter contre les discriminations et promouvoir les diversités et les mesures prises en faveur des personnes handicapées* » (Duport & Peretti, 2020, p.4). Pour pouvoir déterminer de manière détaillée les informations composant le reporting extra-financier, nous avons avant tout cherché à définir la notion d'information extra-financière.

### 2.1.5.1 Définition

Les informations extra-financières et non financières sont deux notions qui se distinguent selon certains auteurs alors que d'autres les estiment équivalentes (Protin et al., 2014). Dans ce mémoire, nous considérons ces deux termes comme des synonymes car n'étant pas le cœur même de la recherche, il ne serait pas pertinent de s'éterniser sur ces différentes opinions.

Une étude a été consacrée à la détermination du périmètre et à la définition de l'information non financière (réalisée par Protin et al. en 2014). Ces auteurs en ont conclu cette définition : *« l'information non financière recouvre l'ensemble des informations quantitatives ou qualitatives qui sont proposées en dehors des états financiers ; qui ne sont pas produites à partir des systèmes d'information comptables et financiers ; et qui n'ont pas un lien direct et facilement mesurable avec la performance financière. »* (Protin et al., 2014, p.10). De plus, plusieurs résultats ressortent de cette étude. Tout d'abord, il n'existe pas de définition commune et réglementée comme pour l'information financière. Ensuite, l'information non financière n'appartient pas aux états financiers, elle n'a pas d'effet direct sur ceux-ci mais est complémentaire aux informations des états financiers. Par ailleurs, les informations non financières sont généralement narratives et rarement mesurables, ce qui rend difficile la vérification, par exemple, pour l'indicateur « satisfaction des clients ». Enfin, elle est souvent divulguée sur base volontaire mais peut être obligatoire. En résumé, dans le reporting extra-financier, il y a deux types d'informations : l'information narrative et l'information quantitative. Selon Moneva et Llena (2000), l'information narrative couvre à la fois *« l'information générique »*, qui concerne toutes les généralités de l'entreprise au niveau de son activité avec l'environnement et la société, et *« l'information qualitative »* relative aux précisions sur les politiques et activités sociales et environnementales. Ces auteurs indiquent également que l'information quantitative inclut à la fois l'information quantitative non financière (impacts et objectifs sur les dimensions environnementale et sociale de la RSE) et l'information quantitative financière (les données financières relevant de la dimension économique de la RSE) (Damak-Ayadi, 2010).

En outre, l'information non financière englobe également un élément important : **le capital immatériel**. Il se définit comme l'ensemble des éléments intangibles qui ont un effet bénéfique sur la valorisation de l'entreprise (Lépineux et al., 2016). Le capital immatériel se décompose en trois types : *« le capital humain (savoir, savoir-faire et savoir-être des employés, etc.) »*, *« le capital relationnel (relations externes de l'entreprise avec les clients et les fournisseurs, etc.) »* et *« le capital structurel (base de données, routines organisationnelles, culture d'entreprise,*

etc.) » (Bressieux-Ollier et al., 2014, p.13) Communiquer sur le capital immatériel permet de valoriser la stratégie RSE d'une entreprise et d'assurer la pérennité de celle-ci (Lépineux et al., 2016). Dupuis (2014) a également cité l'importance du capital immatériel par la création de valeur pour l'entreprise (les ressources humaines, équivalant à un des facteurs de production). Lépineux et al. (2016) ont analysé certains éléments composant le capital immatériel à communiquer dans le reporting extra-financier. Ils mettent notamment en avant les éléments associés à la *gestion responsable des ressources humaines*<sup>9</sup>. Outre cela, la diversité augmenterait le capital immatériel, notamment par le recrutement de personnes différentes au niveau de l'âge, de la culture ou de l'origine ethnique tout en considérant l'égalité des chances concernant les postes à pourvoir ou les promotions. Enfin, un autre aspect mentionné par ces auteurs à promouvoir dans le rapport extra-financier est le « community involvement », autrement dit, « l'engagement communautaire des entreprises » tel que le mécénat via des dons ou l'engagement des salariés via du bénévolat/volontariat.

#### 2.1.5.2 Principe « comply or explain »

Une directive européenne sur la qualité de reporting a été publiée concernant la gouvernance d'entreprises. Elle est dans la section « cadres légaux » de ce mémoire. Les états membres sont incités à transposer le principe « comply or explain » dans l'application du droit national. Ce principe signifiant « se conformer ou expliquer » fait partie de la notion d'accountability<sup>10</sup> des entreprises (Boncori & Cadet, 2013). Il est défini comme « *un mécanisme de transparence pivot de la gouvernance d'entreprise* » (Fasterling & Duhamel, 2009). Ce principe impose aux entreprises de communiquer sur la troisième dimension de la RSE : la bonne gouvernance et le respect du code de conduite national associé. Dans le cas contraire, les entreprises doivent démontrer le non-respect de celle-ci. Le principe a pour but d'uniformiser de manière internationale les méthodes de communication au niveau des règles de gouvernance et de rendre la communication la plus transparente possible. De plus, selon Boncori et Cadet (2013), ce principe s'est progressivement inscrit au travers de méthodes de divulgation de données notamment ESG (Environnementales, Sociales et de Gouvernance).

---

<sup>9</sup> Elle comporte : « la nature des contrats de travail, le système de rémunération prônant l'équité et la parité hommes-femmes, les conditions de travail qui recouvrent notamment les mesures d'aménagement du temps de travail, la mobilité géographique, la santé et la sécurité, la gestion du stress, l'exercice du droit syndical, le programme de formation continue, le programme d'accompagnement en cas de licenciement, la gestion des carrières, etc., et les politiques d'embauches favorisant la diversité » (Lépineux et al., 2016).

<sup>10</sup> L'accountability est le principe de rendre compte de ses actions, équivalent à la politique de responsabilité de l'entreprise envers ses parties prenantes.

### 2.1.5.3 Principe de matérialité

Une notion devant être présentée à la suite du contenu de la communication extra-financière et en lien direct avec la RSE est le principe de matérialité.

Les entreprises, tentant de répondre au maximum et de manière exhaustive aux utilisateurs, élaborent des rapports RSE/de développement durable de plus en plus longs et confus. Dès lors, un outil provenant de la finance<sup>11</sup> a vu le jour dans ces rapports : la matérialité. Selon Cézanne et Rubinstein (2012), le principe de matérialité est défini comme le fait « *d'arbitrer entre les divers intérêts des parties prenantes et à hiérarchiser les priorités en matière de RSE* ». La matérialité est une méthodologie qui permet de déterminer les enjeux RSE les plus significatifs et prioritaires pour une entreprise via « des tests » ou « des matrices » ; ceux-ci étant relatifs aux attentes des parties prenantes (Comité 21, 2014). De plus, l'évaluation d'un enjeu peut se faire sur base d'une des deux dimensions suivantes : « *ses impacts<sup>12</sup> économiques, environnementaux et sociaux* » ou « *son influence sur les évaluations et les décisions des parties prenantes* » (The Global Sustainability Standards Board (GSSB), 2016).

Ce principe est d'ailleurs prôné par la Commission Européenne concernant l'élaboration des rapports extra-financiers des entreprises en privilégiant la pertinence, la qualité et la concision des informations non financières pour les utilisateurs. Ceci nous amène également à définir la **matrice de matérialité** qui assure la pertinence dans le reporting financier et la divulgation des enjeux significatifs de l'entreprise. Cette notion est définie par l'organisation Novethic (s.d.) : « *un outil qui permet d'identifier et de hiérarchiser les enjeux RSE d'une entreprise. Chaque enjeu est priorisé du point de vue de l'entreprise (business) et des parties prenantes. Ceux qui sont prioritaires des deux points de vue sont retenus pour figurer dans les rapports RSE.* »<sup>13</sup>. La figure 1 en annexe illustre une matrice de matérialité (Annexe 3 : Figure 1).

### 2.1.5.4 Cadre de référence et format : rapport RSE/DD et le rapport intégré

Pour analyser en profondeur la structure et la composition du rapport extra-financier, il est important de comprendre la notion du cadre de référence et de distinguer le rapport RSE du rapport intégré. Le référentiel de reporting est défini comme « *un cadre méthodologique pour*

---

<sup>11</sup> Le principe de matérialité a été instauré dans le reporting et audit des états financiers des entreprises pour rendre compte notamment aux investisseurs et analystes financiers, de la situation financière de celles-ci via des indicateurs clés de performance préalablement sélectionnés sur base de la matérialité (Ben Rhouma & Scotto, 2011).

<sup>12</sup> Dans le principe de matérialité, le terme « impact » fait référence à l'effet d'une organisation sur l'économie, l'environnement et/ou la société, qui peut en retour indiquer sa contribution (positive ou négative) au développement durable (The Global Sustainability Standards Board (GSSB), 2016).

<sup>13</sup> Consulté le 14 avril 2020 sur la page <https://www.novethic.fr/lexique/detail/matrice-de-materialite.html>

*le reporting RSE à destination des entreprises* »<sup>14</sup> (Ministère de la Transition Ecologique et Solidaire & Ministère de l'Economie et des Finances, 2018).

Tout d'abord, le rapport extra-financier rédigé de façon autonome (par rapport au rapport annuel de l'entreprise), appelé **rapport RSE/Développement Durable**, communique sur l'impact à la fois économique et social de l'activité commerciale d'une entreprise (Quynh Lien, 2005). En plus d'exposer ses engagements en matière RSE, il présente ses processus stratégiques et ses résultats. Néanmoins, son contenu reste assez flou et manque d'homogénéité. Selon Eccles et al., (2010), si un cadre universel n'est pas fixé pour les entreprises quant à la liste d'indicateurs de performance<sup>15</sup> extra-financiers les plus pertinents, la capacité de comparaison poserait problème. Selon Berland (2007), l'utilisation d'un référentiel pour mettre en place des indicateurs permet à la fois de rendre plus objectif et de crédibiliser l'engagement des entreprises en ce qui concerne la politique RSE. De nombreux référentiels de la RSE ont vu le jour afin de contrer notamment les problèmes de pertinence et de comparabilité des rapports de données extra-financières. Il existe des normes internationales telles que la Global Reporting Initiative (GRI)<sup>16</sup> qui est l'un des outils les plus utilisés pour le reporting, le Pacte mondial des Nations Unies ou encore la norme ISO 26000 mais aussi des guides et cadres nationaux et européens comme le Système de Management Environnemental et d'Audit (EMAS). Ceux-ci sont recommandés par la Commission Européenne en tant que « *cadre d'établissement des rapports* » (Commission européenne, 2017). Les différents référentiels promus par le Commission Européenne se trouvent en annexe (Annexe 4 : le *considérant* 9 de la même directive). Il en va de même pour les organisations belges ; en effet, les mêmes cadres de références en matière de reporting extra-financier sont préconisés par le Service public fédéral (SPF) économie<sup>17</sup>.

Ensuite, le **rapport intégré** ou autrement appelé, reporting intégré (RI), est « *une fusion entre le reporting financier et le reporting sociétal* » ; les données extra-financières sont intégrées aux données financières et celles-ci sont divulguées à l'intention des tiers et plus particulièrement des investisseurs (Ledouble et al., 2014). Le rapport intégré permet de

---

<sup>14</sup> Consulté le 20 mai 2020 sur la page <https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/sites/default/files/Fascicule%205.pdf>

<sup>15</sup> « Un indicateur de performance est une information choisie, associée à un critère, destinée à en observer les évolutions à intervalles définis. Il est caractérisé par l'objectif stratégique auquel il se rattache. ». Consulté sur la page <https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/sites/default/files/Fascicule%205.pdf>

<sup>16</sup> C'est une norme internationale considérée comme une des meilleures pratiques en termes de reporting de développement durable. Reconnu également par les législateurs, ce standard crédibilise ainsi les rapports de données non financières et ce, pour tous types d'organisations.

<sup>17</sup> Consulté le 16 avril 2020 sur la page <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/developper-et-gerer-une/reglementation-financiere-et-droit-comptable-et-comptes/dispositions-belges/informations-non-financieres>

communiquer la stratégie, la gouvernance, les performances de l'entreprise en tenant compte de ses externalités sur un horizon temporel plus long, conduisant à « *la création de valeurs à court, moyen et long terme* » (The International Integrated Reporting Reporting Council (IIRC), 2013)<sup>18</sup>. Selon Trébucq (2015), le cadre de référence international sur le rapport intégré a permis de normaliser la publication et le traitement de données financières et extra-financières. Quant au principe de matérialité, le référentiel de l'IIRC en tient également compte mais évoque le concept de « sélectivité » plutôt que de matérialité. Par ailleurs, les investisseurs à la recherche de création de valeurs, seraient favorisés par cette approche de communication montrant l'interaction entre le capital financier, manufacturier mais aussi humain, intellectuel, environnemental et social, ainsi que la performance globale de l'entreprise (The International Integrated Reporting Council (IIRC), 2013). Ledouble et al., (2014) rajoutent en particulier que le cadre international de l'IIRC permet d'une part, **aux investisseurs** de faire des choix en matière d'Investissements Socialement Responsables (ISR) du fait que celui-ci est réalisé sur base « *d'une approche globale des risques* » à travers cette vision long-terme qui est essentielle pour « *l'appréciation de la création de valeurs ("integrated thinking")* », et d'autre part, **aux analystes financiers** d'examiner les données financières et extra-financières de l'entreprise et être plus aptes à « *mesurer cette création de valeurs* ». Finalement, il faut tout de même préciser que la corrélation entre les données extra-financières et les données financières n'est pas simple pour les entreprises. En effet, d'une part, le reporting financier se constitue sur base de données à court-terme, à l'inverse du reporting extra-financier ayant des objectifs à moyen-long terme et d'autre part, il s'agit souvent d'une grande partie d'éléments narratifs tandis que les rapports financiers sont élaborés sur base de données mesurables et quantifiables via des indicateurs uniquement. Dès lors, il est difficile de structurer et d'articuler les différentes données financières et extra-financières, qui sont très hétérogènes et pas toujours quantifiables, à l'inverse du reporting financier (Cretté, 2015).

Enfin, une comparaison entre le rapport RSE et le rapport intégré a été réalisée dans une étude menée par Yusof et al., (2018). Celle-ci porte sur la différence de divulgation des dimensions sociales et environnementales en fonction des deux formes de rapport. Les résultats montrent que les dimensions sociales et environnementales sont moins bien intégrées dans le RI que dans le rapport de développement durable. En effet, l'approche du RI se concentrerait davantage sur

---

<sup>18</sup> L'IIRC, le Conseil International de référence du Reporting Intégré est « une coalition mondiale de régulateurs, d'investisseurs, d'entreprises, de normalisateurs, de la profession comptable, d'universités et d'ONG. La coalition encourage la communication sur la création de valeur comme prochaine étape dans l'évolution des rapports d'entreprise ».

les acteurs dit "principaux" tels que **les investisseurs** plutôt que sur d'autres parties prenantes. Ces auteurs estiment que le RI doit revoir ses principes et impliquer d'autres parties prenantes, notamment par le dialogue avec elles, pour l'élaboration du rapport afin de promouvoir la durabilité et la croissance à long terme. Le tableau 2 en annexe permet de comparer le rapport de développement durable au rapport intégré (Annexe 5: Tableau 2).

Au niveau des référentiels, il est important de signaler qu'une relation existe entre la GRI (référentiel le plus populaire pour le rapport RSE) et l'IIRC (cadre de référence pour le reporting intégré). En effet, selon le site du Global Reporting Initiative<sup>19</sup>, ces deux référentiels sont en collaboration et ont les mêmes regards sur l'avancée du reporting des entreprises telle que le partage des mêmes principes en matière de qualité de reporting, la cohérence et la comparabilité des rapports. Ceux-ci se disent être complémentaires car le rapport de développement durable est au centre du reporting intégré.

#### 2.1.6 Attentes des parties prenantes en matière de qualité de reporting extra-financier

Le rapport extra-financier s'adressant à toutes les parties prenantes, nous allons donc développer brièvement ce qu'elles en attendent et plus particulièrement, en termes de qualité.

De nos jours, les parties prenantes des entreprises portent de plus en plus d'intérêt à la **création de valeur de manière durable** (Sahed-Granger & Boncori, 2014). Le reporting de données extra-financières répondrait aux attentes des parties prenantes via la divulgation d'actions RSE. En effet, communiquer sur les aspects de la RSE permettrait de satisfaire l'employé (partie prenante interne), de le motiver, de le fidéliser et ainsi de réduire le risque du taux volontaire de départ (Lépineux et al., 2016). Effectivement, les salariés seraient d'autant plus motivés à travailler s'ils partagent les valeurs de l'entreprise et s'ils sont fiers de celle-ci grâce à l'image qu'elle renvoie et de sa réputation au travers de ses actions RSE. Ensuite, selon Lépineux et al. (2016), communiquer sur les différents éléments composant le capital immatériel (voir section 2.1.4.1), permettrait d'augmenter la valeur de l'entreprise et de répondre aux attentes de plusieurs parties prenantes telles que les employés, la communauté et les clients qui seront satisfaits de l'image de l'entreprise via notamment le community involvement. En ce qui concerne les investisseurs, Boyer-Allirol (2013) insiste sur le fait qu'ils sont les premiers

---

<sup>19</sup> Consulté le 20 avril 2020 sur la page <https://www.globalreporting.org/information/current-priorities/integrated-reporting/Pages/default.aspx>



destinataires visés par le reporting extra-financier des entreprises. Selon lui, les investisseurs ont besoin d'informations complètes et de qualité afin de pouvoir prendre une décision d'investissement. Les investisseurs doivent pouvoir évaluer la performance et le risque social et environnemental à propos de chaque décision prise par l'entreprise (Quynh Lien, 2005). Par conséquent, le rapport extra-financier doit pouvoir répondre aux critères de transparence et de confiance auprès du public.

La Commission européenne a joué un rôle dans son élaboration en fournissant des directives aux entreprises, notamment au niveau de l'adoption de certains critères. Elle a établi six principes fondamentaux permettant la constitution d'un rapport extra-financier de qualité: les informations doivent être « *significatives* », « *fidèles, équilibrées et compréhensibles* », « *complètes mais concises* », « *tournées vers les parties prenantes* », « *logiques et cohérentes* » et reflétant « *une vision stratégique et prospective* » (Commission européenne, 2017).

Pour élaborer ces principes, la Commission Européenne s'est inspirée de différents cadres nationaux, européens et internationaux existants (tels que le CDP, le guide de l'OCDE, le GRI, EMAS, la norme ISO 26000, le pacte mondial des Nations Unies, les ODD, etc.)<sup>20</sup>.

Ensuite, comme les parties prenantes recherchent essentiellement la transparence et la fiabilité des données, l'entreprise améliorera sa crédibilité grâce à des outils et des indicateurs qui promeuvent ses actions de RSE. En effet, les référentiels reconnus tels que le GRI peuvent crédibiliser les engagements RSE et les données non financières communiquées dans le rapport extra-financier. Sahed-Granger et Boncori (2014) affirme qu'il existe plusieurs indicateurs provenant de divers référentiels RSE qui traduisent les attentes des parties prenantes en matière de responsabilité sociale. Un exemple de cadre référentiel est l'intégration des objectifs de développement durable. Il permet d'augmenter la légitimité de l'entreprise et ainsi gagner la confiance des parties prenantes.

Néanmoins, ces indicateurs sont complexes à identifier et à déterminer pour les entreprises malgré les lignes directrices recommandées par les référentiels.

Une étude qualitative menée par Shahed-Granger et Anne-Laure Boncori (2014) montre la relation entre les attentes des parties prenantes en matière de politique RSE et les indicateurs utilisés par les dirigeants pour exprimer leur engagement vis-à-vis de cette politique et ce, de

---

<sup>20</sup> CDP signifie Carbon Disclosure Project, OCDE est l'Organisation de coopération et de développement économiques et les ODD sont les Objectifs de Développement Durable, « ceux-ci ont été adoptés par les Nations Unies et définissent les 17 priorités à atteindre au niveau international d'ici 2030 pour un développement économique respectueux des populations et de l'environnement » (Novethic, 2019). Les 17 objectifs sont en annexe (Annexe 6 : Figure 2).

manière crédible. Selon ces auteurs, les entreprises cherchent à répondre de plus en plus aux attentes des parties prenantes de manière volontaire ou non, en ayant recours à des référentiels de type GRI. De plus, cette étude nous indique que la plupart des interviewés se réfèrent à des avis et des rapports d'experts qui sont élaborés par des agences de notation extra-financière ainsi qu'à des ONG afin de déterminer l'engagement et la performance RSE des entreprises.

Par ailleurs, du fait que le rapport intégré serait davantage orienté vers les investisseurs et les acteurs financiers (Ledouble et al., 2014), nous avons décidé d'analyser une étude menée par Stubbs et Higgings (2018). Celle-ci porte sur les attentes des parties prenantes concernant la qualité du Reporting Intégré (RI) et leurs préférences selon que le RI soit établi par les entreprises de manière volontaire ou qu'il respecte la nouvelle régulation concernant la communication des données extra-financières. Il est important de préciser que l'échantillon est limité aux parties prenantes ayant une connaissance du RI et de la durabilité et que cette enquête a été réalisée en Australie<sup>21</sup> (permettant d'obtenir de nouveaux points de vue). L'échantillon se compose d'organismes de réglementation, de normalisateurs, d'organismes industriels et d'associations professionnelles, de comptables et d'organismes d'investissement et de recherche en investissement. De manière générale, les interviewés (18 sur 22) affirment que le système actuel de reporting extra-financier des entreprises nécessite des améliorations.

Les résultats de cette étude sont assez divergents. Tout d'abord, le **reporting intégré serait plus efficace qu'un rapport de développement durable**, du fait qu'il met en commun les données financières, les données opérationnelles et les données sur le développement durable et ainsi, il est possible d'obtenir les informations concernant la création de valeur sur le court, le moyen et le long terme. Selon la majorité des parties prenantes interviewées, il ressort que les **informations non financières sont inadéquates pour la prise de décision** dans les rapports de développement durable d'entreprises; car elles ne sont pas liées aux autres informations financières. De plus, ces rapports seraient trop longs, complexes et ils privilégieraient la « *conformité plutôt que la communication* ». Enfin, en ce qui concerne la préférence entre le **reporting extra-financier réglementé** et le **volontaire**, seuls cinq participants estiment que le reporting extra-financier doit être totalement obligatoire et six ont déclaré qu'un niveau d'obligation serait nécessaire. Car selon eux, l'élaborer de manière volontaire n'assure pas ou en tout cas, n'améliore pas la qualité de celui-ci (selon leur expérience) et ils évoquent le risque d'une unique « création de valeur financière » dans le rapport, à défaut des performances

---

<sup>21</sup> En Australie, il n'y a pas d'obligation légale de présenter un rapport sur la durabilité en tant que tel. Toutefois, les entreprises sont tenues de communiquer des informations financières et non financières dans un certain nombre de domaines.

sociales et environnementales. Ces éléments peuvent être consultés via le tableau 3 (Annexe 7 : Tableau 3). Ces personnes interrogées prônent le reporting intégré pour les entreprises et ce, de manière obligatoire afin d'encourager les sociétés à améliorer les rapports, en divulguant les informations via « le principe de matérialité ». En outre, ils indiquent que le caractère obligatoire du rapport intégré garantirait la place et la pertinence des « *critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG)* » à rapporter dans celui-ci. En effet, il maintiendrait **l'information nécessaire publiée pour les investisseurs** afin qu'ils soient capables de comprendre les « risques ESG matériels » des entreprises et par extension, de faire des choix d'investissements. Selon les interviews, sans cette obligation, les entreprises ne publient pas certaines informations non financières, cependant très utiles pour ceux-ci (comme c'est le cas actuellement dans les rapports de développement durable). Ceux-ci font également référence aux rapports rédigés selon la norme du GRI, dans lesquels la qualité des informations n'est pas vérifiée. A contrario, l'autre partie des personnes interrogées (11 sur 22) prône la démarche volontaire de rapports intégrés car cela permet d'établir **un discours plus objectif et légitime** non influencé par le marché et favorisant l'initiative. En effet, ceux-ci disent qu'il y a un risque que les entreprises s'en tiennent à « *cocher des cases* » pour être uniquement en conformité dans l'élaboration du rapport intégré et « *d'augmenter le fardeau de déclaration* » (Stubbs & Higgins, 2018). Or le but est avant tout de rendre compte aux parties prenantes et responsabiliser les entreprises sur leurs impacts environnementaux et sociaux. Quatrièmement, selon un tiers des participants à l'étude, il est nécessaire de **combinaison la partie volontaire du reporting avec la partie réglementaire** de celui-ci. Par conséquent, un règlement guiderait les entreprises via l'application de principes obligatoires quant aux risques de matérialité auxquels elles ont affaire mais sans pour autant avoir des instructions trop strictes qui risqueraient de pousser les entreprises à y échapper ou à les détourner. Ces auteurs précisent qu'il faudrait apporter des normes au RI. En conclusion, cette étude nous montre que la préférence pour une démarche volontaire totale ou en partie du RI reste majoritaire et importante aux yeux des parties prenantes interrogées. Ces rapports devraient toutefois être abordés par le biais de normes ou de lignes directrices volontaires afin d'assurer la matérialité des informations. Selon une minorité des répondants, le RI réglementé pourrait tout de même conduire à une publication de données plus riches répondant aux attentes de parties prenantes financières, notamment les investisseurs, grâce à une meilleure qualité de l'information non financière publiée dans les rapports.

Enfin, pour accentuer la légitimité et la confiance, il existe également des indices boursiers éthiques et durables (Dow Jones Sustainability Index, ASPI d'ARESE, FTSE4GOOD) référencés dans les rapports extra-financiers. Ceux-ci favorisent l'intérêt des investisseurs éthiques (Martin-Juchat, 2007).

### 2.1.8 Limites de la communication extra-financière

Selon Catellani (2019), certaines entreprises s'engagent et communiquent sur leur démarche RSE pour des raisons « *instrumentales* », c'est-à-dire pour augmenter la valeur de l'entreprise en termes d'image, de réputation et de chiffres d'affaires ; et certaines pour des raisons « *d'ordre général* », autrement dit d'ordre moral et éthique en fonction des valeurs des entreprises. Dès lors, l'auteur suggère deux dimensions à retrouver dans la démarche RSE des entreprises : une dimension « *stratégique* » et une dimension « *morale ou normative* ». La première dimension relate la notion de greenwashing<sup>22</sup> que les parties prenantes pourraient relever dans la communication de la RSE par les entreprises. Ce type de rapport pourrait être considéré dans le cadre du reporting, comme de « *la communication promotionnelle* » de cette démarche et des actions de la RSE en essayant de persuader les diverses parties prenantes auxquelles le rapport est soumis. De plus, cet auteur reprend l'argument de Mette Morsing et Majken Schulz (2006), disant « *plus les entreprises exposent leurs ambitions éthiques et sociales, plus elles peuvent attirer l'attention critique des parties prenantes* ». En effet, si les engagements RSE sont trop affichés, un effet inverse de méfiance de la part du public pourrait être provoqué. Dès lors, il faut pouvoir trouver l'équilibre entre cette transparence qui donne confiance aux parties prenantes et le sur-affichage des actions RSE dans le reporting.

Par ailleurs, concernant la communication du capital immatériel, Lépineux et al. (2016) ont recommandé que les actions RSE divulguées soient en phase avec la réalité, sans quoi les entreprises se risquent à des accusations de greenwashing et le rapport deviendrait un désavantage pour celles-ci. Lorsqu'il y a des engagements concrets qui sont bien véhiculés, alors la réputation de l'entreprise pourra être renforcée.

En conclusion, il faut faire la distinction, hormis le fait de l'obligation légale ou non, entre les rapports extra-financiers qui sont de nature « *persuasifs et stratégiques* » et seraient proches du greenwashing, et ceux qui tentent de répondre au mieux aux attentes de parties prenantes grâce avant tout à un dialogue avec celles-ci et un réel engagement en RSE.

---

<sup>22</sup> Le greenwashing, traduit par éco blanchiment en français, se définit par « l'utilisation fallacieuse d'arguments faisant état de bonnes pratiques écologiques dans des opérations de marketing ou de communication » (Larousse, s. d.).

## 2.2 Cadres légaux :

Dans notre recherche, nous nous intéressons principalement au cas de l'Europe, de la France et de la Belgique.

### 2.2.1 Législations européennes

#### **Pour les organisations**

La directive européenne 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014, prise d'effet le 6 décembre 2014, a réformé la directive 2013/34/UE concernant « *la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes* » (Commission européenne, 2014). Afin de rendre compte aux parties prenantes et plus précisément aux investisseurs de la situation de l'entreprise et de son évolution en ce qui concerne ses activités et ses performances, la directive a imposé aux grandes entreprises la publication d'informations non financières.

La publication d'une déclaration non financière est obligatoire pour « *les grandes entreprises qui sont des entités d'intérêt public dépassant, à la date de clôture de leur bilan, le critère du nombre moyen de 500 salariés sur l'exercice* ». L'article 19 bis de la directive 2014 décrit également les informations non financières à inclure dans la déclaration : « *des informations, dans la mesure nécessaire à la compréhension de l'évolution des affaires, des performances, de la situation du groupe et des incidences de son activité, relatives au moins aux questions environnementales, aux questions sociales et de personnel, de respect des droits de l'homme et de lutte contre la corruption, y compris:*

*a) une brève description du modèle commercial du groupe; b) une description des politiques appliquées par le groupe en ce qui concerne ces questions, y compris pour les procédures de diligence raisonnable mises en œuvre; c) les résultats de ces politiques; d) les principaux risques liés à ces questions en rapport avec les activités du groupe, y compris, lorsque cela s'avère pertinent et proportionné, les relations d'affaires, les produits ou les services du groupe, qui sont susceptibles d'entraîner des incidences négatives dans ces domaines, et la manière dont le groupe gère ces risques; e) les indicateurs clés de performance de nature non financière concernant les activités en question. »*

En outre, l'article 29 bis de la directive européenne de 2014/95/UE décrit une autre catégorie d'acteurs à qui l'obligation légale s'adresse : « *les entités d'intérêt public qui sont des entreprises mères d'un grand groupe dépassant, à la date de clôture de leur bilan, sur une base*

*consolidée, le critère du nombre moyen de 500 salariés sur l'exercice incluant dans le rapport consolidé de gestion une déclaration non financière consolidée»,* comprenant les mêmes informations citées ci-dessus.

Depuis cette directive européenne de 2014, la Commission européenne a établi en 2017 des lignes directrices sur l'information non financière (2017/C 215/01)<sup>23</sup>. Ces lignes directrices ne sont pas obligatoires et leur objectif est d'aider les entreprises à répondre à la directive de 2014, c'est-à-dire de publier les informations non financières qui sont *pertinentes, utiles et de qualité* sur les questions environnementales, sociales et de gouvernance de manière *transparente, cohérente, concise* et de façon à être plus *comparable* à celles d'autres entreprises. La déclaration en étant moins exhaustive et détaillée évite une charge administrative trop conséquente pour les entreprises. De plus, la manière de communiquer les informations non financières est laissée au libre choix des entreprises (via le rapport annuel ou un rapport distinct) et des cadres et référentiels leur sont proposés (nationaux, européens et internationaux).

De plus, de nouvelles lignes directrices sur la communication d'informations non financières ont vu le jour par la Commission européenne : les informations relatives au climat (2019/C 209/01)<sup>24</sup>. Ce sont des lignes directrices non obligatoires.

Par ailleurs, une directive européenne concernant « *la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise* » (« *comply or explain* ») a été publiée le 9 avril 2014 (Commission européenne, 2014). Celle-ci garantit une meilleure compétitivité et une viabilité sur le long terme grâce à une bonne gouvernance.

Pour finir, la Commission européenne (CE) a émis en janvier 2020 le projet de revoir la directive concernant la divulgation d'informations non financières par les grandes entreprises : « *La présente initiative modifie les exigences de la directive sur la communication d'informations non financières de manière à garantir aux investisseurs, à la société civile et aux autres parties intéressées l'accès aux informations dont ils ont besoin, sans imposer d'obligations de communication excessives aux entreprises* »<sup>25</sup>. Cette volonté de révision est née à la suite de l'analyse de l'application de la directive sur la communication extra-financière (« *inception impact assessment* ») réalisée par la CE qui a indiqué notamment, que les

---

<sup>23</sup> Commission Européenne. (2017). Communication de la commission. Journal officiel de l'Union Européenne consulté sur la page [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=uriserv:OJ.C\\_.2017.215.01.0001.01.FRA&toc=OJ:C:2017:215:TOC](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2017.215.01.0001.01.FRA&toc=OJ:C:2017:215:TOC)

<sup>24</sup> Commission Européenne (2019). Communication de la commission. Journal officiel de l'Union Européenne. Consulté sur la page [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620(01)&from=EN)

<sup>25</sup> Commission Européenne (2020). Communication d'informations non financières par les grandes entreprises (règles actualisées). Consulté sur la page <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Revision-of-Non-Financial-Reporting-Directive>

informations non financières publiées ne seraient pas assez « *fiables* », « *comparables* » ni suffisamment complètes ou nécessaires par rapport aux besoins des parties prenantes, en particulier, les investisseurs. Une des conséquences citées par l'analyse est que « *les investisseurs ne pourraient pas tenir suffisamment compte des risques et des opportunités liés au développement durable, ni des impacts sociaux et environnementaux de leurs investissements* » (Annexe 8 : Tableau 4). Une période de consultation publique était prévue jusqu'au 11 juin 2020 pour toute personne ayant une opinion à donner concernant l'avant-projet de directive sur la publication d'information non financière via la consultation de l'analyse d'impact réalisée par la CE.

### **Pour les fabricants de produits financiers**

La Commission européenne a établi des règles concernant la communication d'investissements durables et de leurs risques. Selon Bahrke, J., et Lupini, L. (2019), celles-ci sont destinées aux fabricants de produits financiers, aux conseillers financiers, avec pour but final de communiquer de manière plus transparente, homogène et complète les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) pour les investisseurs finaux. Ainsi, ces derniers ont accès à une information suffisante et également plus comparable de la part des acteurs financiers. Les trois dimensions sur lesquelles repose la loi sont mentionnées en annexe (Annexe 9 : Les trois dimensions).

### **2.2.2 Législation française**

Historiquement, la France a été le premier pays de l'UE à s'engager dans le reporting extra-financier avec « *la loi du 15 mai 2001 relative aux Nouvelles Régulations Economiques (NRE)* » ; où il était imposé aux sociétés cotées de fournir des informations concernant les aspects sociaux et environnementaux de leurs activités dans leur rapport de gestion annuel (Notat, N., Senard, J.-D., & Barfety, J.-B., 2018).

Actuellement, il existe « l'ordonnance n° 2017-1180 du 19 juillet 2017 » et « le décret n° 2017-1265 du 9 août 2017 », transposant « la directive européenne n°2014/95/UE relative à la publication d'informations non financières » (Notat, N., Senard, J.-D., & Barfety, J.-B., 2018). La loi « Grenelle 2 » de 2010 concernant l'obligation de certaines entreprises d'établir un rapport RSE, est remplacée par la déclaration de performance extra-financière (DPEF) selon

l'article R.225-105 du Code de commerce<sup>26</sup>. Celui-ci décrit les informations à publier dans le rapport ainsi que son champ d'application. Les exigences de cette ordonnance sont plus élevées. Celle-ci concerne désormais, d'une part les entreprises de plus de 500 salariés qui sont soit cotées avec un bilan de plus de 20 millions d'euros ou un chiffre d'affaires dépassant les 40 millions d'euros, soit non cotées mais avec un bilan total ou un chiffre d'affaires de plus de 100 millions d'euros ; d'autre part, les établissements de crédit, les sociétés de financement, et certaines autres sociétés.

Dans le cadre de la vérification de la DPEF, celle-ci est réalisée par le commissaire pour valider les informations non financières mais également par un Organisme Tiers Indépendant (OTI) agréé COFRAC<sup>27</sup>.

### 2.2.3 Législation belge

Au niveau de la législation belge, la loi du 3 septembre 2017 relative à la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes sociétés et certains groupes a été établie (Annexe 10 : la loi belge). Cette loi transpose la directive européenne 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 (inséré par l'article 96 et l'article 119 du Code des Sociétés).

Cette loi s'applique aux sociétés qui répondent à ces deux conditions : a) la société est une entité d'intérêt public<sup>28</sup>, b) la société a plus de 500 salariés en moyenne sur l'exercice à la date du bilan du dernier exercice clôturé, c) la société a un bilan total supérieur à 17 millions d'euros ou réalise un chiffre d'affaires de plus de 34 millions d'euros (hors TVA). Elle s'applique également aux groupes : « Une société devra établir une déclaration non financière consolidée lorsqu'elle : a) est une société mère dans le sens de l'article 6, 1° C. Soc ; b) est une entité d'intérêt public ; c) a, sur une base consolidée, un effectif moyen de plus de 500 travailleurs (moyenne annuelle en ETP) » (Fédération des Entreprises de Belgique (FEB) et al., 2018).

Quant aux informations non financières à divulguer par les entreprises concernées, l'emplacement de celles-ci ou encore les référentiels à utiliser, ils sont décrits de manière équivalente à la directive 2014/95/UE.

---

<sup>26</sup> Code de commerce - Article R225-105 (2017). Legifrance. Consulté le 15 avril 2020 sur la page <https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?idArticle=LEGIARTI000035431532&cidTexte=LEGITEX T000005634379&dateTexte=20170901>

<sup>27</sup> Comité français d'accréditation (Cofrac), association qui restitue les certifications aux OTI en charge d'évaluer la conformité.

<sup>28</sup> Des sociétés dont les titres sont cotés sur un marché réglementé au sein de l'Espace économique européen ; des établissements de crédit ; des entreprises d'assurances et de réassurance et des organismes de liquidation et assimilés.



Il y a également une disposition concernant la vérification des déclarations d'informations non financières. Un processus interne de contrôle établi par l'entreprise permet de garantir la validité des informations. Un contrôle externe est réalisé par un réviseur d'entreprise en tant que commissaire. Sur base volontaire, un contrôle de déclaration peut être réalisé par un tiers indépendant pour augmenter la confiance des parties prenantes envers les informations publiées (Fédération des Entreprises de Belgique, Institut des Réviseurs d'Entreprises, Association belge des sociétés cotées & Eubelius, 2018).

## 2.3 Les acteurs financiers

Cela nous amène à nous demander si tous les acteurs financiers et en particulier, les investisseurs ont les mêmes attentes concernant les informations non financières pour choisir leur investissement socialement responsable et si les informations des rapports extra-financiers correspondent à leurs besoins et leurs attentes. Pour cela, nous analyserons les investisseurs institutionnels d'une part, et la relation avec deux autres acteurs financiers d'autre part: les agences de notation extra-financière et les sociétés de gestion.

### 2.3.1 Relations entre les acteurs

Avant d'analyser les investisseurs institutionnels, il est important de présenter les relations qu'ils ont dans leur rapport aux informations pour prendre une décision d'investissement ainsi que les acteurs les analysant et les gérant.

Pour ce faire, nous allons nous intéresser à la théorie de l'agence<sup>29</sup>. Cette théorie considère le nombre de relations entre acteurs, et par-dessus tout, l'asymétrie d'information, dont le risque augmente à mesure que les intermédiaires augmentent.

Nous pouvons identifier la relation entre l'investisseur particulier et l'institutionnel. Ce dernier se voit confier la richesse du particulier. Ensuite, l'investisseur institutionnel peut décider de déléguer la gestion de ces fonds à une société de gestion soit de manière collective, soit sous mandat (Bellando, 2008). Cette société de gestion est à même de traiter l'information des entreprises pour fournir à l'investisseur institutionnel la meilleure offre de titres. La relation entre la société de gestion et l'entreprise serait équivalente à un troisième niveau de relation.

---

<sup>29</sup> Le problème « principal-agent » : entre l'agent qui agit pour le principal au niveau d'une bonne communication d'informations mais aussi d'intérêts (le principal étant l'actionnaire et l'agent, le gestionnaire de fonds) (Bellando, 2008).

Ainsi, une chaîne de trois acteurs peut se former, celle-ci pouvant inclure d'autres acteurs comme les agences de notation extra-financière.

Dans le cadre de cette relation « principal-agent », un des risques pouvant subvenir est donc l'asymétrie d'informations entre l'investisseur (particulier ou institutionnel) et le gestionnaire de fonds (Boyer-Allirol, 2013). En effet, ce sont les dirigeants d'entreprises qui possèdent la meilleure information en ce qui concerne l'offre d'investissement. Le risque est donc que l'investisseur final (ainsi que l'institutionnel), qui a délégué la gestion de ses fonds, ne dispose pas de toute cette information complète et soit « lésé/trompé » dans son investissement.

Les gérants de portefeuilles se doivent de communiquer sur les informations de ces titres et de proposer les meilleurs placements, or ce n'est pas toujours le cas. Pour éviter ce type de risque, le reporting extra-financier des entreprises doit pouvoir répondre aux attentes des investisseurs institutionnels.

### 2.3.2 Les investisseurs particuliers /individuels

Nous avons décidé de nous intéresser aux investisseurs institutionnels et non pas aux particuliers. En effet, la majorité des investisseurs particuliers maîtrisant moins les notions mentionnées dans les rapports extra-financiers ou simplement préférant être conseillés par des professionnels, choisiront d'être orientés par des investisseurs institutionnels (ou par des sociétés de gestion) en tant qu'intermédiaires financiers dans leur choix de placements ISR. Les investisseurs particuliers ne sont donc pas directement concernés par notre question de recherche sur le reporting extra-financier. Les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion auront également des obligations en matière de divulgation des données envers leurs clients, autrement dit, les investisseurs particuliers. Cependant, nous ne développerons pas les données divulguées par les investisseurs institutionnels pour leurs clients mais bien celles des entreprises pour les investisseurs institutionnels (et sociétés de gestion). Cela permet de nous concentrer sur une relation d'acteurs et ainsi poursuivre la recherche en profondeur.

De plus, il existe de nouvelles mesures notamment la loi PACTE<sup>30</sup> en France concernant l'offre de fonds ISR et l'explication de la sélection ESG des fonds proposées par les investisseurs institutionnels à l'intention des particuliers. C'est pourquoi, nous avons décidé de maintenir la recherche uniquement sur l'investisseur institutionnel.

---

<sup>30</sup> Loi PACTE : Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation de l'Entreprise. La loi a été publiée au Journal officiel le 23 mai 2019.

### 2.3.3 Les Investisseurs Institutionnels (II)

#### **Par rapport à l'orientation ISR**

A partir des années 90, l'ISR est devenu populaire auprès des investisseurs institutionnels grâce au phénomène des « *fonds de pension* » où une part importante de l'épargne était dédiée à l'ISR et ce, de manière internationale (Durif et al., 2013).

Au début de son apparition, l'offre des fonds ISR était principalement sous forme d'actions de grandes entreprises cotées, excluant celles dont le secteur d'activité est le tabac, le jeu, l'armement, l'alcool et la pornographie puis également les entreprises controversées<sup>31</sup> (selon le principe des fonds d'exclusion). Puis, elle a évolué et s'est agrandie via différents acteurs institutionnels (des sociétés d'investissement à capital variable, des Fonds communs de placement ou encore des sociétés d'assurance) qui représentent la plus grande majorité d'offre ISR (Blanc, 2014). Selon cet auteur, en 2014, les grandes institutions représentaient plus de 95% en Europe des investisseurs ISR.

Selon Giuliano et Monaco (2014), en plus de créer de la valeur pour les entreprises (« *de nos jours, l'actionnariat des investisseurs institutionnels représente la proportion la plus élevée des titres cotés* »), les investisseurs institutionnels désirent investir dans des fonds ISR<sup>32</sup> afin de répondre aux besoins de leurs parties prenantes. Dès lors, nous concentrons notre recherche sur la demande d'informations non financières des investisseurs institutionnels, appelés également grands investisseurs ou « les zinzins » dans le jargon financier.

#### **Par rapport à l'approche RSE**

Les investisseurs institutionnels insistent sur l'intégration de politiques RSE et de développement durable dans l'entreprise car ils peuvent promouvoir et développer « *la valeur immatérielle de l'entreprise* », c'est-à-dire la valeur non financière de l'entreprise qui doit être tout autant considérée que la valeur financière (Libaert & Léger, 2019). Ces auteurs insistent

---

<sup>31</sup> Entreprises qui ont fait l'objet de scandales, à travers des comportements non éthiques.

<sup>32</sup> Il existe des labels certifiant le fond comme socialement responsable et permettant de le crédibiliser. En France, il s'agit du « **label ISR** », encadré par le décret n° 2016-10 du 8 janvier 2016, mis à jour en 2018. Consulté le 20 avril sur la page [https://www.lelabelisr.fr/wp-content/uploads/2019/10/Referentiel\\_LabelISR\\_Novembre2018-1.pdf](https://www.lelabelisr.fr/wp-content/uploads/2019/10/Referentiel_LabelISR_Novembre2018-1.pdf).

Il a été créé par le Ministère des Finances. C'est un outil permettant d'assurer la responsabilité et la durabilité du placement.

En Belgique, c'est « **Towards Sustainability** ». Ce label, également norme de qualité, permet de valoriser les produits financiers qui sont durables et socialement responsables. Il a été développé par Febelfin, Fédération belge du secteur financier, en février 2019. C'est un véritable signe de confiance pour les investisseurs. Ainsi, il facilite leur choix en matière d'ISR. Consulté le 20 avril sur la page <https://www.towardsustainability.be/fr>.

sur une autre catégorie d'éléments considérée par les investisseurs institutionnels et qui doit donc être communiquée : ce sont « *les risques liés aux activités de l'entreprise* » et « *la capacité à les prévenir* ».

Par ailleurs, selon Silvent (2013) et Giuliano et Monaco (2014), les investisseurs institutionnels ont le rôle d'inciter à de meilleures pratiques et d'encourager la politique RSE auprès des entreprises. La raison majeure est que la RSE serait avant tout « créatrice de valeur » pour les entreprises car considérée comme un outil stratégique ; elle permettrait d'améliorer la compétitivité des entreprises du fait que celles-ci seraient aptes à répondre aux besoins de leurs parties prenantes grâce à une gestion plus efficace des emplois et des ressources et, par conséquent, à une meilleure maîtrise des risques. Dès lors, les investisseurs institutionnels devraient guider les investisseurs particuliers pour, à la fois, placer leurs capitaux de manière à développer les entreprises socialement responsables, mais aussi et par conséquent, leur conseiller de prendre en compte les différents enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) des entreprises.

Le principe selon lequel un investisseur tient compte de la RSE lors de son choix d'investissement, est dénommé « la Responsabilité Sociale de l'Investisseur (RSI) ». La différence entre un fonds tenant compte de la RSI ou des critères ESG est respectivement, selon ces deux auteurs, que le premier exclut différents secteurs d'activités comme le tabac, le jeu et les armes alors que le second est simplement à titre indicatif pour les investisseurs. Selon Bernard-Royer (2018), **la RSI est une déclinaison de l'ISR, celle-ci traduit l'offre de fonds aux investisseurs responsables.**

Silvent (2013) a mis en évidence une étude réalisée par Novethic en 2012 auprès d'investisseurs institutionnels européens sur, à la fois leurs approches quant à la sélection des fonds ISR et sur leurs motivations (Annexe 11 : Graphique 1). De cette étude, ressortent quatre motivations de la part des investisseurs institutionnels : « *la contribution au développement durable* », « *la maîtrise des risques de long terme* », « *la protection de la réputation de l'investisseur* » et « *la soutenabilité de la performance financière* ». En effet, il s'avérerait selon plusieurs études, que les critères ESG ont notamment une corrélation positive à la performance financière. Selon de Borms et Vermeire (2015), les entreprises qui ont intégré une politique RSE prennent en compte ces critères ESG, qui permettront de répondre aux attentes des investisseurs quant à leurs motivations d'investissement susmentionnées.

## Méthodologies ISR employées par les II

Il existe cinq types d'approches d'investissement définies comme socialement responsables : « les fonds d'exclusions »<sup>33</sup>, « l'activisme actionnarial »<sup>34</sup>, « les fonds thématiques »<sup>35</sup>, et « les fonds best in class et les fonds best efforts »<sup>36</sup> (Le Saout & Buscot, 2009). « Les placements solidaires »<sup>37</sup> sont également cités mais ceux-ci ne rentrent pas tout à fait dans la catégorie ISR. Les cinq fonds sont présentés en annexe via un graphique montrant les types d'approches de sélection en fonction du degré d'importance qui est accordé à la rentabilité, au développement durable, à l'aspect moral et à la solidarité (Annexe 12 : Graphique 2).

Selon Alain Leclair (2006), les investisseurs institutionnels américains se différencient des européens du fait qu'ils se limitent principalement à des critères « *négatifs ou d'exclusions* » lors de l'application des critères extra-financiers, par exemple, l'exclusion de secteurs d'activités comme le tabac ou l'armement, alors que les investisseurs institutionnels en Europe, eux, se concentrent avant tout sur les critères « *positifs ou pouvant le devenir* » via l'approche nommée « *best in class* ».

La méthode **best in class** consiste : « à classer les entreprises par secteurs, en utilisant les classements fournis par les agences de notation sociétales, et à prendre en leur sein les meilleures entreprises de leur catégorie », sans exclure des secteurs d'activité tels que le tabac ou l'armement (à l'inverse de fonds ISR adressés aux particuliers et éventuellement aux institutions religieuses, équivalant aux « fonds d'exclusion » (Blanc, 2014). Via l'analyse des critères ESG, cette méthode met en évidence les entreprises qui ont la meilleure notation en termes de critères extra-financiers (Le Saout et Buscot, 2009). Cela donne une vision à long terme des risques et opportunités auxquels les entreprises sont confrontées.

Ensuite, Silvent (2013) affirme que les investisseurs tiennent compte des critères ESG lorsqu'ils investissent dans des fonds socialement responsables et ceux-ci leur permettent de les évaluer. En fonction du type d'investisseur, l'intégration des critères ESG dans le processus décisionnel d'investissement sera différente. Selon l'auteur, les investisseurs peuvent associer plusieurs manières de le faire : « *une approche de sélection positive* » qui sous-entend choisir les meilleures entreprises en fonction de leurs critères ESG, par exemple, « best in class » ; « *une*

---

<sup>33</sup> Le fait d'exclure les secteurs d'activité tels que le tabac, la pornographie, etc.

<sup>34</sup> Les actionnaires de l'entreprise (propriétaires) incitent à mettre en place une politique RSE.

<sup>35</sup> Utilisation d'un filtre prônant soit l'environnement (fonds verts), soit le social (fonds rouges).

<sup>36</sup> Sélection selon l'engagement de l'entreprise sur base de critères ESG et non pas selon son secteur. Les fonds « best efforts » sont ceux dont les critères Environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sont en progression.

<sup>37</sup> Dans ce cas, le fond n'est pas forcément socialement responsable mais le retour sur investissement sera placé dans des organisations soutenant une cause notamment à but humanitaire.

*approche d'exclusion* » afin d'éviter des risques notamment immatériels ; et « *une approche d'accompagnement* » via une discussion avec les entreprises afin de les aider à améliorer « leurs pratiques ESG ». Le tableau 5 ci-dessous explique les différentes méthodes de décision d'investissements socialement responsables sur base des critères ESG, réalisé en 2013 par Franck Silvent, Directeur du pilotage stratégique, du développement durable et des études, du Groupe Caisse des Dépôts.

Tableau 5<sup>38</sup> :

Approche positive	Approche d'exclusion	Approche d'accompagnement
<b>Thématique</b> : sélection des entreprises actives sur des thématiques ou secteurs liés au développement durable	<b>Sectorielle</b> : une activité de l'entreprise n'est pas considérée comme socialement souhaitable	<b>Dialogue</b> : rencontrer systématiquement les émetteurs pour leur présenter des attentes précises d'améliorations au plan ESG et à les suivre dans le temps
<b>Best in class</b> : sélection des entreprises les mieux notées sur les critères ESG au sein de leurs secteurs d'activité	<b>Normative</b> : un fonctionnement est considéré comme non désirable car violant de grandes normes internationales de comportements des entreprises	<b>Engagement</b> : exiger des améliorations en matière ESG <i>via</i> le dialogue, mais aussi une communication publique et/ou le vote et le dépôt des résolutions, des actions publiques et/ou des décisions de désinvestissement
<b>Best in universe</b> : sélection des entreprises les mieux notées sur les critères ESG, indépendamment de leur secteur		
<b>Best effort</b> : sélection des entreprises démontrant des efforts d'amélioration de leurs pratiques ESG		

Crifo et Mottis (2013) soulignent également la relation entre les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) et l'ISR pour les investisseurs. Selon eux, le **critère environnemental** comprend « *l'incorporation dans la conception, la production et la distribution des produits de pratiques relatives à la prévention et au contrôle de la pollution, la protection des ressources en eau, la conservation de la biodiversité, la gestion des déchets, la gestion de la pollution locale ou encore la gestion des impacts environnementaux du transport* » ; ensuite le **critère social** équivaut « *aux pratiques innovantes de gestion des ressources humaines (formation et gestion des carrières, participation des salariés, qualité des conditions de travail) et également les contributions aux causes d'intérêt général et locales, le respect des droits de l'homme ou encore l'élimination du travail des enfants* » ; pour finir, le

<sup>38</sup> Tableau 1 – Différentes approches opérationnelles de l'ISR. Reproduit à partir de « Investissement responsable et responsabilité sociétale des entreprises : Le rôle des investisseurs institutionnels », par Silvent, F. (2013). *Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2013*. Association d'économie financière.

critère relatif à la **gouvernance** est égal « *aux pratiques des entreprises vis-à-vis de leurs actionnaires (respect du droit des actionnaires, promotion de l'indépendance et la compétence des administrateurs, transparence de la rémunération des cadres dirigeants)* » et peut s'élargir aux pratiques vis-à-vis des fournisseurs et des clients<sup>39</sup> (Crifo & Mottis, 2013, p.71). Ceci rejoint les auteurs Crifo et Rebérioux (2015) disant que l'ISR tient compte des critères extra-financiers et que ceux-ci permettent d'évaluer la performance sociale et/ou environnementale. Au vu de la montée de la RSE et de l'investissement responsable, les législateurs ont dû intégrer les critères ESG dans la demande de reporting des clients des investisseurs et ce notamment, via la nouvelle réglementation sur la publication de données extra-financières par la Commission européenne : « le reporting extra-financier des investisseurs »<sup>40</sup> (du décret n° 2015-1850 du 29 décembre 2015), celui-ci est exposé dans le cadre légal (« pour les fabricants de produits financiers »). Un exemple donné par cet auteur est l'investisseur institutionnel français : la CDC<sup>41</sup>. Celle-ci intègre les enjeux ESG dans la « gestion de ses portefeuilles financiers ». Elle a une approche d'accompagnement pour les entreprises dans la sélection de fonds ISR.

### **Limite des méthodologies :**

Alain Leclair (2006), précise qu'il existe un manque d'homogénéité des indicateurs concernant la performance environnementale et sociale des entreprises. En effet, seuls quelques indicateurs tels que les émissions de gaz à effet de serre s'alignent au niveau de la méthodologie utilisée. Dès lors, comparer et juger la qualité des données provenant de ces indicateurs peut s'avérer très complexe pour les investisseurs institutionnels (Blanc, 2014). Cet auteur insiste sur le fait qu'il faut intégrer un cadre de référence standardisé.

### **Délégation de gestion d'actifs**

Pour finir, nous avons réalisé que les grandes institutions représentant presque la majorité des investisseurs ISR en Europe, doivent gérer de gros volumes d'actifs ISR mais toutes ne sont pas capables de gérer la totalité de ceux-ci (Blanc, 2014). Dès lors, une nouvelle catégorie d'organisations dédiées à l'analyse et l'évaluation ESG des entreprises ainsi que la gestion de

---

<sup>39</sup> « Prévention des conflits d'intérêts et des pratiques de corruption ou anticoncurrentielles, sécurité des produits, information donnée aux consommateurs sur les produits, diffusion des bonnes pratiques dans l'ensemble de la chaîne de valeur en amont et en aval de la production » (Crifo & Forget, 2014).

<sup>40</sup> Consulté le 12 avril sur la page <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=FR>

<sup>41</sup> CDC : Caisse des Dépôts et Consignations est une institution financière publique française qui exerce au service de l'intérêt général.

ces fonds a vu le jour, telles que les **agences de notation extra-financière** et les **sociétés de gestion**. Nous allons donc nous atteler au rôle de ces deux acteurs envers les investisseurs institutionnels par rapport à l'information extra-financière divulguée dans les rapports d'entreprises.

#### 2.3.4 Agences de notation extra-financière en lien avec l'II

Les investisseurs s'intéressent aux informations non financières produites directement par l'entreprise, mais aussi celles des agences de notation extra-financière. C'est pourquoi il est important de considérer le concept de notation des entreprises par rapport au respect de leurs engagements sociaux, environnementaux, éthiques et de bonne gouvernance.

Ces notations peuvent être réalisées à la demande des entreprises, équivalant à la « notation sollicitée », ces dernières les divulguent ainsi dans leur rapport extra-financier ; ou bien, elles sont réalisées à la demande des investisseurs, toutes deux sur base des rapports de développement durable des entreprises (Blanc, 2014). Les agences de notation extra-financière évaluent la politique RSE, les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance des entreprises et les risques associés, pour ensuite proposer des solutions pour améliorer leur politique et leur croissance à long terme (Behnassi, 2008). Selon Cayrol (2010), les agences ont pour but de proposer les investissements socialement responsables correspondant aux attentes des investisseurs sur base de l'évaluation des aspects ESG. Les investisseurs responsables tiennent compte de leurs valeurs éthiques dans leur choix d'investissement ; mais également de plus en plus d'investisseurs traditionnels recherchent des informations sur les critères extra-financiers des entreprises (performances sociales et environnementales), en complément des critères financiers. La notation extra-financière est donc une complémentarité d'informations pour la prise de décision d'investissement et permet de mieux appréhender le risque de l'investissement socialement responsable. Cela se confirme également via l'étude menée par Cellier et al., (2011). Celle-ci montre que les investisseurs responsables sont sensibles aux notations extra-financières des entreprises et réagissent à leurs annonces. Deux types d'agences existent : les agences à but non lucratif et les entreprises (Behnassi, 2008). Nous pouvons citer à titre d'exemple, les entreprises : Vigeo Eiris du Royaume Uni, Sustainalytics des Pays-Bas et Canada ou KLD des Etats Unis.



De plus, les agences de notation extra-financière peuvent également fournir un indice boursier de responsabilité sociale qui assemble les meilleures entreprises en termes de notation attribuée (Cayrol, 2010). Par conséquent, ces indices boursiers qui intègrent les risques Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) vont permettre à l'investisseur de le guider dans son choix d'investissement (Chatterij et al., 2015). Selon Khamlichi (2019), tout investisseur « soucieux de l'éthique » s'intéresse aux ratings environnementaux, sociaux et de gouvernance. Ceux-ci permettent aux entreprises (cotées en bourse uniquement) d'accentuer la fiabilité de leur engagement en termes de RSE et de développement durable. Selon ce dernier auteur, les indices boursiers socialement responsables répondent aux attentes des investisseurs particuliers et institutionnels en termes de sélection de fonds éthiques car ils assurent leur durabilité et le respect des exigences en ce qui concerne les critères ESG. Dès lors, la présence de ces derniers dans les rapports extra-financiers des entreprises n'est pas négligeable pour ce groupe d'acteurs. Nous pouvons citer à titre d'exemples, les indices éthiques qui excluent certains secteurs tels que le tabac ou l'alcool : FTSE4GOOD de l'agence Vigeo Eiris (Royaume-Uni), ESI de l'agence Ethibel (Belgique) et Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) de l'agence S&P Dow Jones Indices (Etats-Unis) en partenariat avec l'agence RobecoSAM (Suisse).

Plusieurs limites doivent tout de même être mentionnées quant à ces notations extra-financières (indices boursiers socialement responsables). Tout d'abord, le fait qu'il existe une multitude d'agences qui ont des méthodologies de notation souvent différentes, notamment par l'utilisation de critères de filtrage distincts par agence. Selon Chatterij et al. (2015), il existe peu de corrélation entre les notations sociales de fonds ISR provenant des agences de notations extra-financières tels que KLD, Asset4, Calvert, FTSE4Good, DJSI et Innoves. De plus, celles-ci ont des définitions de la RSE différentes et leurs mesures dans les entreprises sont différentes également. Dès lors, les investisseurs doivent interpréter ces notations ISR avec prudence pour ainsi s'assurer qu'elles soient valides afin de placer leurs fonds dans des entreprises responsables. Ces auteurs recommandent une convergence des pratiques pour optimiser les notations RSE. Bardinnet (2016) insiste également sur la différence de méthodes de notation ESG dans son étude portant sur diverses agences de notation extra-financière, et il montre la diversification de fonds et indices ISR tels que le Global Sustainability Index ou Euronext Vigeo. Selon Khamlichi (2019), il y aurait tout intérêt à homogénéiser, par exemple à l'aide de normes, les méthodologies des agences afin de crédibiliser leur notation et fiabiliser les engagements en termes de développement durable des entreprises. Enfin, une dernière limite

relève de la fiabilité des données divulguées par ces agences de notation extra-financière : celles-ci se limiteraient aux outils de communication et aux indicateurs du développement durable sans regarder la contribution effective des entreprises dans la démarche RSE/développement durable (Renouard, 2009).

### 2.3.5 Les sociétés de gestion en lien avec l’II

Au vu des premières recherches littéraires concernant les attentes des investisseurs, un élément important ressort : le fait que les investisseurs passent avant tout par **le service des sociétés de gestion** pour s’informer et ainsi gérer leurs placements dans une logique ISR plutôt que directement par la lecture des rapports RSE d’entreprises. *« La Société de Gestion de Portefeuille (SGP) a pour activité de gérer des capitaux pour son compte ou pour celui de ses clients, soit en gérant des comptes-titres, on parle alors de gestion sous mandat (ou gestion privée), soit en gérant des OPCVM. On parle alors de gestion collective. Une SGP peut exercer un ou plusieurs domaines d’intervention (gestion collective, gestion privée ou sans mandat, gestion alternative, etc., en fonction de ses agréments attribués par une autorité de tutelle »*<sup>42</sup> (EuronextFunds360, s.d.).

En effet, la gestion des fonds ISR appartenant aux investisseurs institutionnels serait souvent déléguée (entièrement ou en partie), ainsi que l’exercice de leurs droits de vote rattachés aux actions, à des gestionnaires de fonds (M’Barek, 2014). Le Quéré (2010) affirme également que les encours des investisseurs institutionnels peuvent être délégués ou non, en tout ou en partie, à des sociétés de gestion. Cela crée donc une distanciation entre les entreprises et les investisseurs institutionnels (Annexe 13 : Schéma distanciation et contrôle par les agents). Ainsi, ceux-ci n’auraient plus de contrôle sur les entreprises dont ils sont actionnaires. Nous pouvons en déduire que les rapports extra-financiers des entreprises seraient dans ce cas examinés par les sociétés de gestion des fonds pour les investisseurs institutionnels et non pas directement par ces derniers.

Ensuite, nous savons qu’au niveau de la méthode d’une gestion interne des fonds ISR d’un investisseur institutionnel, celui-ci se fixera des règles de gestion en lien avec les sujets ESG, il se procurera ou pourra éventuellement réaliser une analyse ESG de son univers d’investissement, pour enfin être capable de réaliser des investissements en conformité avec sa

---

<sup>42</sup> Consulté le 20 mai 2020 sur la page <https://funds360.euronext.com/education/glossaire-des-opcvm/definition/societe-de-gestion-de-portefeuille>.

politique ISR. Cette méthode de gestion d'actifs ISR s'applique de la même manière par les sociétés de gestion externe.

De plus, le choix de déléguer ou non des actifs ISR dépendrait du type d'investisseurs institutionnels (Le Quéré, 2010). Selon cet auteur, les grands investisseurs (comme les grandes banques et les compagnies d'assurance) peuvent combiner la gestion interne avec la gestion déléguée des fonds, alors que les petits investisseurs institutionnels délèguent la totalité de la gestion d'actifs à une société de gestion, à cause de leur taille. Il ajoute que la majorité des investisseurs institutionnels délèguent la gestion de leurs actifs auprès d'une société de gestion d'actifs dédiée. Il s'agit d'une filiale issue du même groupe d'entreprises et composée d'experts dans ce domaine.

C'est pourquoi nous allons nous intéresser principalement aux attentes des investisseurs institutionnels et, en particulier, à la filiale de gestion d'actifs dédiée.

Les analystes extra-financiers de ces sociétés de gestion ont donc un rôle important concernant l'ISR (Penalva Icher, 2016). En effet, ils analysent et évaluent les entreprises sur base de critères extra-financiers, autrement dit des critères ESG. De manière plus détaillée, les analystes extra-financiers ont pour tâche de collectionner les informations sur base de rapports d'entreprises, de contacts auprès d'ONG ou des syndicats et de questionnaires; ensuite, de traduire ces informations via une évaluation selon des indicateurs basés sur des aspects sociaux et environnementaux (leurs analyses permettent d'attribuer une note pour les entreprises); et enfin, de faire des recommandations pour l'entreprise et/ou des investisseurs.

Pour terminer, nous avons examiné une étude menée par Yosra Bejar (2009)<sup>43</sup> sur la « *publication d'informations sur le capital immatériel et attentes des investisseurs* » via une enquête auprès d'analystes financiers (qui conseillent les investisseurs) et de gérants de portefeuilles (qui prennent les décisions d'investissement). L'étude a eu pour objectif de construire une liste des informations les plus utiles pour les investisseurs, réalisée sur base d'interviews d'experts en termes d'informations extra-financières publiées par les entreprises. Elle examine les attentes sur la publication d'informations concernant le capital immatériel. L'auteur affirme que les analystes financiers sont les « *prescripteurs à l'investissement* », autrement dit, les gestionnaires de portefeuilles se baseraient sur les études réalisées par ces

---

<sup>43</sup> Cette étude datant de 2009, il faut noter que ses résultats ne sont sans doute plus d'actualité. La raison pour laquelle nous avons choisi de la retenir est qu'elle permet d'avoir une vue d'ensemble sur ce qui se passait auparavant, en tant que premier regard sur l'objet de notre recherche.

analystes afin de faire leur choix d'investissement (Bejar, 2009). Voici ci-dessous le tableau 6 tiré de son étude, reprenant la liste des 19 informations les plus importantes pour les investisseurs au niveau du capital immatériel et basée sur les interviews. Un exemple en particulier est l'information numéro quatre concernant la politique de rémunération, celle-ci permettrait d'avoir une idée sur la gestion de l'entreprise ainsi que sur les compétences des dirigeants.

Tableau 6<sup>44</sup> :

Composantes du capital immatériel	Informations
<i>Direction et encadrement de l'entreprise</i>	1) Compétence du cadre dirigeant 2) Capacité de l'entreprise à attirer des personnes de talent 3) Composition et fonctionnement du conseil d'administration 4) Politique de rémunération envers les dirigeants et actionnaires
<i>Ressources Humaines</i>	5) Productivité des ressources humaines 6) Stabilité des compétences dans l'entreprise
<i>Innovation</i>	7) Investissements en R&D 8) Efficacité de la R&D 9) Position dominante en recherche 10) Valorisation des licences ou des droits de propriété intellectuelle détenus par l'entreprise
<i>Organisation de l'entreprise</i>	Informations publiées laissées à la liberté de l'entreprise. L'entreprise doit justifier de la qualité, l'efficacité et la pérennité de son organisation
<i>La connaissance de l'activité, l'environnement et la concurrence</i>	11) Position concurrentielle dominante 12) Appréciation de la qualité de la concurrence 13) Bénéfices tirés des partenariats et alliances 14) Analyse des risques liés à l'environnement de l'entreprise 15) Analyse du risque technologique
<i>Capital client</i>	16) Part de marché de l'entreprise 17) Appréciation de la rentabilité des clients 18) Fidélisation et satisfaction du capital client 19) Analyse de la dépendance vis-à-vis des clients

Dans cette enquête, l'auteur révèle également que ces experts expriment **l'importance des explications sur les données extra-financières publiées dans les rapports** afin de permettre une compréhension totale des chiffres. Ceux-ci précisent également qu'arriver à répondre à une telle liste avec les explications attendues est presque impossible pour toutes les entreprises, elles ne pourront que s'en inspirer. Finalement, l'auteur met en avant **la convergence** et le consensus des experts pour atteindre cette liste d'informations composant le capital immatériel.

<sup>44</sup> Tableau 7 – Informations retenues et jugées comme les plus utiles aux yeux des investisseurs. Reproduit à partir de «Publication d'informations sur le capital immatériel et attentes des investisseurs : une étude exploratoire par la méthode Delphi », par Bejar, Y. (2009). *Comptabilité - Contrôle - Audit*, tome 15(2), p. 165-192.

### 2.3.6 Conclusion

En conclusion, nous pouvons nous demander si la nouvelle obligation légale répond aux attentes des investisseurs institutionnels en étant suffisamment « contraignante », transparente et complète, est également d'actualité. **L'initiative du projet de révision de la directive** de la Commission européenne de 2020 qui remet en question les mesures de la directive de 2014 améliorée en 2017 est une première ébauche de réponse à ces questions. Son objectif en ce qui concerne les investisseurs est de leur donner la possibilité d'avoir accès à des informations non financières des entreprises suffisantes leur permettant de tenir compte des risques, opportunités et impacts liés à la durabilité dans leurs décision d'investissement.

## 2.4 Grille d'analyse

Au terme de cette partie théorique, une méta-analyse a été réalisée afin de répondre à notre question de recherche. Celle-ci est présentée dans le chapitre suivant. Pour structurer cette recherche, une grille d'analyse (Tableau 7) a été élaborée sur base d'informations relevées dans la littérature scientifique incluse dans la partie théorique de ce mémoire.

Notre grille permet d'orienter l'analyse des données pour la méta-analyse, c'est-à-dire, les rapports d'enquêtes et d'analyses élaborées par des tiers.

Elle est divisée en cinq catégories A, B, C, D et E ; respectivement une catégorie sur les caractéristiques de l'information extra-financière, une catégorie sur la caractéristique du format du rapport extra-financier, une catégorie sur la méthodologie pour élaborer le rapport extra-financier, une catégorie explicitant les informations pertinentes à inclure dans le rapport extra-financier et enfin, une catégorie sur le contrôle du rapport. Ces cinq catégories caractérisent les attentes des investisseurs institutionnels ayant des préoccupations sociales concernant les données non financières divulguées dans les rapports d'entreprises. De plus, celles-ci se subdivisent en plusieurs éléments permettant de décrire chaque catégorie. Chaque élément provient des arguments retirés de la littérature scientifique (inclus dans la partie théorique de ce mémoire), dont les auteurs sont nommés dans la troisième colonne de la grille d'analyse.

L'analyse des rapports au regard de ces cinq catégories (et leurs critères respectifs) nous permet de déterminer si ceux-ci sont mentionnés également dans les enquêtes des entreprises et s'ils sont pris en compte par les entreprises. Dans le cas contraire, de nouveaux éléments seront apportés via ces rapports d'enquêtes.

Tableau 7 :

Catégories	Les éléments caractérisant les attentes des investisseurs institutionnels	Auteurs
<b>A</b> Caractéristiques des informations extra-financières	Complètes	Boyer-Allirol (2013); Capron et Petit (2011), Quynh Lien, (2005), GOLLIER et LECLAIR (2006); Libaert et Léger (2019) ; Catellani (2019); Commission Européenne (2014), Morin-Esteves et al. (2016), Lépineux et al. (2016), Bejar (2009), Boncori et Cadet (2013).
	De qualité	
	Fiables	
	Transparentes (des explications quant au choix de la méthodologie de la collecte des données, du cadre de référence, des ICP (principe comply or explain))	
	Comparables	
	Cohérentes	
	Rendant compte de l'engagement RSE	
	Concises	
	Significatives (principe de matérialité)	
<b>B</b> Format	Rapport RSE/DD écrit selon un cadre de référence (pour augmenter la fiabilité, la comparabilité et la crédibilité)	Commission Européenne ; Berland (2007); Eccles et al., (2010); Stubbs et Higgins (2018); Ledouble et al., (2014) ; Blanc, (2014)
	Rapport intégré	
	Autres sources d'informations	
<b>C</b> Informations d'investissement dans une perspective ISR	Horizon long terme des données (prospectives)	Cretté, (2015), Yusof et al. (2018), Commission européenne, Silvent (2013).
	Des informations sur les risques et leurs enjeux environnementaux, sociaux et économiques (évaluer les performances sociales et environnementales)	Silvent (2013); la Commission Européenne; Quynh Lien (2005) ; Libaert et Léger, (2019).
	Intégration des critères ESG dans le processus décisionnel d'investissement	Le Saout et Buscot (2009), Silvent (2013), Penalva Icher (2016).
	Des ratings ESG pour accentuer la fiabilité des données extra-financières et pour aider à la prise de décisions quant à l'ISR.	Khamlichi (2019); Cellier et al. (2011).
<b>D</b> Contrôle	La vérification des déclarations d'informations non financières (contrôle interne et externe)	Commission Européenne; Boyer-Allirol (2013).

### 3. Chapitre 3 : Partie empirique

Cette partie empirique est subdivisée en trois parties : une méta-analyse ; une discussion transversale mettant en perspective les résultats les plus importants obtenus par cette analyse et enfin, une conclusion avec des recommandations.

#### 3.1 Méta-analyse

##### 3.1.1 Méthodologie

Tout d'abord, comme nous l'avons annoncé dans la section précédente, nous avons créé une grille d'analyse sur base des arguments de différents auteurs retirés de la littérature scientifique dans la partie théorique. Celle-ci va être utilisée dans cette seconde partie du mémoire. Les différentes catégories d'attentes des investisseurs reprises dans la grille ont permis de structurer cette partie empirique.

Ensuite, au niveau de la méthodologie envisagée, une méta-analyse a été réalisée. Celle-ci correspond à l'étude de données secondaires, c'est-à-dire, des rapports d'analyses et d'enquêtes réalisés par des tiers. Ces rapports portent sur les attentes des investisseurs institutionnels en ce qui concerne leurs besoins sur les informations non-financières divulguées dans les rapports extra-financiers pour choisir un investissement ISR. De plus, les attentes des analystes financiers et des gestionnaires de portefeuilles sont comparées à celles des investisseurs institutionnels afin de déterminer si elles sont équivalentes ou non.

Le but de la méta-analyse est de mettre en perspective les résultats d'études multiples portant sur la question de recherche et de les synthétiser. Par conséquent, il est important de collecter des enquêtes similaires basées sur divers critères afin qu'elles soient homogènes et puissent être combinées. Par conséquent, nous avons établi une liste de critères d'éligibilité (Tableau 8, section 3.1.2.1), afin de déterminer les différentes études à inclure dans la méta-analyse.

Enfin, pour identifier les rapports d'études, nous avons choisi plusieurs stratégies :

- Une recherche sur le web par mots clés afin de distinguer les études pouvant répondre aux différents critères d'inclusion.

- Le contact auprès d'experts notamment Monsieur Desmier, expert en reporting extra-financier qui m'a orientée vers différentes enquêtes.
- Des enquêtes identifiées dans la bibliographie de plusieurs articles scientifiques.

### 3.1.2 Présentation des données

#### *3.1.2.1 Critères d'inclusion*

Le tableau présente les critères d'éligibilité. Ceux-ci ont été élaborés préalablement à la collecte des rapports d'études pour la méta-analyse afin de garantir une homogénéité entre ceux-ci.

Tableau 8 :

Critères	Explication
Type d'étude	Enquêtes et analyses sur les rapports extra-financiers des entreprises en tenant compte des attentes d'investisseurs dans une perspective d'investissements socialement responsables.
Dates	Choisies de manière récente, c'est-à-dire, après le vote de la directive européenne 2014/95, qui impose la déclaration extra-financière pour toute l'Europe.
Périmètre	En Europe, principalement en Belgique et en France. Globalement, la directive est la même dans tous les états membres même si elle est transposée de manière un peu différente d'un pays à l'autre. Cela permet de créer une certaine homogénéité. Toutefois, certaines études hors Europe ayant des résultats intéressants peuvent être intégrées. Dans ce cas et lorsque c'est nécessaire (tel qu'un autre contexte institutionnel), leurs données sont contextualisées.
Auteur(s)	Des organismes experts en matière de rapports extra-financiers et d'attentes des investisseurs responsables dont le but est d'avoir des points de vue diversifiés, qui proviennent de divers acteurs, tels que des ONG, des représentants d'investisseurs privés, des entreprises de conseils/ d'audit ou encore des institutions financières.

#### *3.1.2.2 Etudes identifiées pour la méta-analyse*

Les études choisies sur base des critères d'inclusion sont présentées en annexe sous forme d'un tableau (Annexe 14: Tableau 9). Ce tableau permet une comparaison des rapports d'enquêtes choisis au niveau des acteurs qui les ont réalisées, de l'année, du périmètre géographique, de l'échantillon et de l'objet de l'étude. Douze enquêtes ont été analysées. Il y a trois institutions financières choisies: La **FSMA** (l'Autorité des Services et Marchés Financiers en Belgique), l'**AMF** (l'Autorité des Marchés Financiers en France), l'**ESMA** (L'autorité européenne de



supervision des marchés financiers) ; deux associations : l'**OREE** (Organisation pour le Respect de l'Environnement dans l'Entreprise) et **Ceres** ; sept organisations de conseils sur la finance durable et/ou d'audits : **Tennaxia**, **Novethic** (deux rapports), **EY**, **McKinsey**, **PWC** et **WBCSD** (the World Business Council for Sustainable Development) et **Mazars** (une organisation internationale, spécialisée dans les services d'audit, de conseils, de comptabilité et de fiscalité ainsi que juridiques).

### *3.1.2.3 Extraction des données*

L'extraction de données a été faite sur base de la grille d'analyse. Chaque étude a été analysée en fonction des catégories de la grille ainsi que ses subdivisions.

### 3.1.3 Résultats par catégorie de la grille

A l'aune des différents éléments de la grille d'analyse, les résultats d'enquêtes ont été synthétisés. Ceux-ci sont donc un résumé de la combinaison de l'ensemble des résultats provenant de chaque rapport d'enquête. Comme le but consiste à avoir des éléments comparables et à obtenir une convergence/divergence des résultats de la littérature et des rapports de tiers, ceux-ci sont donc reclassés par type de catégories A, B, C, D et E.

#### *3.1.3.1 Catégorie A – Les neuf caractéristiques des informations extra-financières*

- **Complètes :**

Tout d'abord, le niveau d'exigence concernant les attentes des parties prenantes en matière d'informations non financières à divulguer varie selon le groupe d'acteurs : « *les experts* » représentant les analystes, les investisseurs, les associations ou encore les pouvoirs publics, auront besoin d'informations complexes, détaillées et précises, à l'inverse du grand public qui attend des informations plus pédagogiques (OREE, 2020). En particulier, parmi les experts : les investisseurs attendraient une information « *exhaustive et pointue* » (OREE, 2020). Or, selon l'étude de PWC et WBCSD (2018), l'étude de Novethic (2015) et celle de Mazars (2019), il ressort qu'ils ne perçoivent pas (ou de manière incomplète) les informations qu'ils souhaiteraient dans les rapports extra-financiers. Cela se confirme par l'étude d'EY et l'enquête de Ceres. Celles-ci montrent un écart entre les attentes des investisseurs et ce que les entreprises fournissent.

Les raisons citées sont que d'une entreprise à l'autre, il y a des cadres et des définitions différents en ce qui concerne le développement durable (PWC et WBCSD, 2018); au niveau

des politiques mises en place et des objectifs, il n'y a pas d'informations en ce qui concerne les résultats et les progrès de ces résultats et il n'y a pas de détails sur l'efficacité des politiques (EY, 2018); les entreprises ne distinguent pas les thématiques sociales de celles relatives au personnel et dès lors, ne mentionneraient que les données non financières au niveau du personnel (FSMA, 2019) ; et finalement, il y a un manque de précision au niveau de trois domaines concernant les risques matériels: le cadre de référence de la politique, l'organisation interne et les plans d'actions associés (Mazars, 2019).

Finalement, selon McKinsey, les investisseurs souhaitent que les entreprises fournissent davantage d'informations sur le développement durable, essentielles à la performance financière. En effet, les investisseurs semblent changer et adapter leurs stratégies d'investissement en fonction des informations sur le développement durable des entreprises.

- **De qualité**

La qualité des données non financières fournies par les entreprises peut varier considérablement selon l'entreprise, le secteur d'activité et la région (EY, 2018). Selon l'enquête d'EY, pour un niveau élevé de qualité, il faudrait que les données soient comparables entre entreprises.

Selon l'enquête de PWC et WBCSD (2018), certains investisseurs institutionnels estiment qu'il y a un manque d'informations de qualité dans les rapports extra-financiers, notamment pour leur permettre de répondre aux intérêts de clients (en matière de produits responsables). Dans l'enquête de Ceres (2018), les investisseurs insistent sur le manque de rigueur dans la divulgation de données. Certains répondants de l'enquête de l'ESMA (2019) ont en outre fait remarquer que la qualité des données ESG était un problème pour plusieurs raisons : les données sont auto-déclarées, ce qui entraîne une faible fiabilité et cohérence ; les méthodes de divulgation varient selon les fournisseurs de données ; et les données ne sont pas quantifiables. Un point supplémentaire ajouté par l'étude de McKinsey (2019), est que beaucoup d'entreprises n'ont pas de système de collecte de données de qualité, alors que pour les données tangibles telles que les émissions de gaz à effet de serre, leurs systèmes de mesures de performance sont bien élaborés. Pour les facteurs tels que le capital humain, la diversité, l'inclusion, il devient beaucoup plus complexe pour les entreprises de les mesurer. Cet élément est également relevé dans l'enquête de PWC et de WBCSD (2018): le manque de maturité des protocoles et/ou des méthodes de mesure de données.

- **Fiables**

Selon la FSMA (2019), l'information de la déclaration doit être « *fidèle, équilibrée et compréhensible* ». Dans son étude, les déclarations ne sont pas très équilibrées au niveau des informations favorables et défavorables au sujet des entreprises. En effet, il en ressort qu'une majorité des informations restent à l'avantage de l'entreprise sans la mention des défauts (les impacts négatifs ou les aspects de faiblesse par rapport aux enjeux définis).

Les études de PWC et WBCSD, de Ceres et de McKinsey montrent également que les investisseurs attendent des informations fiables. Les résultats des interviews de PWC et de WBCSD (2018) montrent que les investisseurs trouvent les informations non financières (métriques et narratives) très importantes ; cependant, les investisseurs remettent en question la fiabilité des données divulguées. L'un des défis présentés par cette enquête est de susciter la confiance des investisseurs envers la fiabilité des informations divulguées par les entreprises. Selon la grande majorité des investisseurs interrogé, trois facteurs principaux renforcent la confiance par rapport aux informations non financières : 1) la perception de la direction et du conseil d'administration (par le dialogue, la transparence dans les rapports et les structures de gouvernance), 2) l'équilibre (le narratif complète les états financiers et les éléments positifs et négatifs sont divulgués), l'assurance indépendante (vérification des tiers), 3) la plausibilité de l'information (expérience de l'entreprise et du secteur, comparaison avec les pairs et la cohérence avec le reste des informations).

Pour finir, il ressort de l'enquête de Mazars (2019): « *un manque de maturité et le besoin de fiabilisation de certaines procédures de reporting* ».

- **Transparentes**

Un des points clés attendus par les investisseurs est la transparence des données publiées par les entreprises (aspects positifs et négatifs des performances ESG) sur une série de mesures non financières afin de les aider à évaluer les risques et la création de valeur à long terme (EY, 2018). Or la taille et la profondeur de ces divulgations diffèrent considérablement en raison des choix subjectifs que font les entreprises quant à leur approche en matière de rapports de développement durable (quels cadres et normes suivre, quelles parties prenantes aborder et quelles informations rendre publiques) (McKinsey, 2019).

Les investisseurs attendent des entreprises qu'elles expliquent et justifient leurs choix au niveau de la pertinence des données divulguées (notamment des indicateurs), afin qu'ils soient capables de déterminer si elles sont adéquates et de ne pas faire des suppositions incorrectes (PWC et WBCSD, 2018). Les investisseurs peuvent avoir une opinion négative lorsque des informations manquent au rapport d'entreprise.

C'est pourquoi, la clarification notamment du choix de leurs référentiels est primordiale pour promouvoir la transparence (FSMA, 2019). L'explication quant à l'identification des risques extra-financiers, des choix et des méthodes de calcul concernant les indicateurs clés de performance (ICP) est également demandée par les investisseurs.

En effet, pour assurer la confiance des investisseurs, ceux-ci disent vouloir connaître la méthodologie des entreprises pour identifier, traiter et contrôler les risques ainsi que des mesures appropriées les concernant, et de cette façon, pouvoir la comparer avec d'autres entreprises et être capables de dire si elle est fiable et cohérente (PWC et WBCSD, 2018).

Toutefois, dans les déclarations de performances extra-financières (DPEF), celle-ci est insuffisante et ce, principalement pour les investisseurs et agences de notation extra-financière voulant comparer les entreprises (AMF, 2019). L'enquête de l'AMF révèle que 38% des sociétés ne savent pas certifier les méthodes de calcul quant aux indicateurs clés de performances divulgués, que 88% des entreprises réalisant une cartographie des risques extra-financiers expliquent la méthode d'identification de ceux-ci mais qu'au niveau de l'explication des risques définis, seules 4 entreprises sur 24 le font. L'étude de l'OREE (2020) exprime également l'importance de la transparence dans la méthodologie des ICP au niveau du périmètre de calcul. Selon les résultats d'enquête de Mazars (2019), au niveau de l'explication de l'identification des risques extra-financiers ainsi que leur méthodologie de sélection et de hiérarchisation, 97% des entreprises les ont décrites dont 58% détaillent toute la méthodologie. De plus, 64% exposent l'implication des parties prenantes dans la méthodologie d'identification des risques. 70% des entreprises utilisent une cartographie des risques pour identifier les risques extra-financiers. Cela montre que les entreprises tentent d'homogénéiser leurs méthodes vers une approche intégrée des données financières et non financières. Mais selon l'enquête, les mécanismes de sélection et de hiérarchisation des risques restent trop peu détaillés.

Ensuite, les investisseurs ont déclaré qu'il était important de communiquer sur des données métriques mais aussi narratives pour pouvoir les contextualiser mais aussi sur des données concernant la gouvernance de l'entreprise et sa capacité de gestion (PWC et de WBCSD, 2018). La transparence est essentielle sur ce sujet ainsi qu'une méthode/politique constante en termes de gouvernance, autrement, de mauvais jugements pourraient être émis par les investisseurs. Ceux-ci indiquent qu'une bonne gouvernance communiquée sera prise en considération dans leur évaluation. Enfin, les entreprises devraient préciser l'impact financier correspondant aux performances non financières.

Finalement, l'enquête de l'OREE (2020) expose un autre enjeu de la transparence : celui de certaines pratiques devant rester confidentielles notamment en matière de concurrence. Ceci est

validé par les résultats de l'enquête de Tennaxia (2019): la DPEF permet une « *transparence accrue* » mais 16% reconnaissent « *une difficulté à s'accorder sur le niveau de transparence souhaité* ».

- **Comparables**

Afin de garantir la comparabilité des informations ESG actuelles, de nombreuses améliorations sont encore nécessaires pour permettre aux investisseurs de prendre des décisions d'investissement à long terme (ESMA, 2019). L'étude de Ceres, de PWC et WBCSD et d'EY indiquent aussi que les investisseurs désirent des informations comparables entre les entreprises et les industries et également de l'entreprise elle-même dans le temps.

Cependant, ce critère ne serait pas suffisamment respecté. Cela s'expliquerait par le fait que les exigences de la directive sur le reporting d'information non financière ne sont pas suffisamment détaillées et permettent l'utilisation de différents cadres (ESMA, 2019). Les personnes interrogées dans le cadre de l'enquête d'EY (2018) ont indiqué qu'elles souhaitaient qu'un cadre commun soit établi pour permettre la comparaison d'informations entre entreprises.

Selon l'étude de McKinsey (échantillon international), les investisseurs déclarent avoir des difficultés à utiliser les informations sur le développement durable des entreprises pour éclairer avec précision leurs décisions en matière d'investissement pour deux raisons : 1) les entreprises ne doivent pas se conformer à des normes communes pour divulguer leurs informations non financières comme c'est le cas pour les informations financières ; 2) il existe aujourd'hui des dizaines de cadres et référentiels pour élaborer les rapports extra-financiers des entreprises et celles-ci peuvent choisir librement lequel ou lesquels appliquer et les appliquer comme elles le souhaitent. Ainsi, pour les investisseurs, la comparaison des informations d'une entreprise à l'autre est très complexe. Ils attendent une plus grande normalisation des rapports de développement durable pour les aider dans leur prise de décision d'investissements.

Dès lors, du fait d'un grand nombre de cadres et de lignes directrices pour la présentation des rapports et d'un si grand nombre de parties prenantes potentielles à prendre en compte, **les entreprises présentent rarement des informations sur le développement durable qui puissent être comparées aussi précisément que leurs informations financières.**

Les procédés de mesures qui se différencient entre entreprises, les cadres et les référentiels variés mais aussi les attentes différentes des diverses parties prenantes sont des éléments expliquant les difficultés de comparaison pour les investisseurs (PWC et WBCSD, 2018). En outre, les indices de classement des entreprises durables peuvent aussi diverger considérablement. Les investisseurs voulant pouvoir comparer et analyser les tendances entre

entreprises exigent des informations sur la méthodologie utilisée et les calculs qui sont à la base des mesures non financières. De plus, ils recommandent des indicateurs clés de performances qui soient homogènes et cohérents dans les secteurs de l'industrie (un cadre pour chaque secteur particulier) afin d'améliorer la comparabilité.

Pour finir, selon Ceres (2018), lorsque les entreprises tiennent compte du critère de comparabilité dans leur rapport extra-financier, elles appliquent des cadres et référentiels de divulgation largement utilisés dans le monde pour répondre à la demande de comparabilité tels que la GRI.

- **Rendant compte de l'engagement RSE (contribution des parties prenantes)**

L'information extra-financière divulguée par les entreprises doit tenir compte des besoins des différentes parties prenantes. Or, l'enquête de la FSMA (2019) montre que seulement 30% des entreprises étudiées en tiennent compte et seules 20% hiérarchisent leurs besoins via une analyse de matérialité. Selon l'enquête de l'AMF (2019), la matrice de matérialité se retrouve dans seulement 13 rapports extra-financiers sur 24, celle-ci assurant la considération des attentes de chaque partie prenante.

Il est important de trouver **un équilibre entre les attentes des investisseurs et celles du grand public** car celles-ci sont multiples et peuvent se contredire entre elles (OREE, 2020). La DPEF le permet selon l'étude de l'OREE, grâce à des explications mais aussi de nombreux schémas permettant la compréhension du grand public tout en fournissant des informations plus détaillées pour un public expert tel que les investisseurs. Presque la majorité des entreprises étudiées a révélé maîtriser cet équilibre. De plus, sur les 30 DPEF de l'enquête, seules trois ne mentionnent pas leurs parties prenantes identifiées.

Cependant, selon l'enquête de PWC et de WBCSD (2018) (échantillon international), les investisseurs déclarent que cet équilibre n'est pas respecté et que de nombreuses exigences en matière de divulgation des données ESG répondent à des parties prenantes autres que les investisseurs. Ils estiment que celles-ci devraient plus s'orienter sur eux, les investisseurs, en montrant notamment l'impact financier des informations non financières.

Ensuite, lorsque les entreprises respectent ce critère, elles présenteraient la manière dont elles intègrent la démarche de développement durable/RSE par rapport à leurs performances et à leur stratégie commerciale. Toutefois, selon l'enquête, seul 15% des entreprises publient des informations précises sur le rôle du conseil d'administration dans la supervision du développement durable (preuves de mandats officiels), 23% publient des informations détaillées sur leurs procédures en ce qui concerne le principe de matérialité (les informations

sur la façon dont les questions sociales et environnementales pertinentes sont discutées au niveau du conseil d'administration) et 17% indiquent les parties prenantes avec lesquelles ils s'engagent et la manière dont ils s'engagent avec elles. Un point supplémentaire est relevé par le rapport d'enquête 2 de Novethic (2019) : 14% des entreprises ont portés les ODD au niveau du conseil d'administration. Selon cette enquête, il y a un manque de mobilisation de la part des parties prenantes sur les ODD (ONG, les acteurs de la filière, les clients, les fournisseurs, et l'Etat), considérées comme des moteurs d'engagement. Les investisseurs ont un rôle important pour encourager les entreprises à contribuer aux ODD. L'enquête de McKinsey (2019) met également en avant le fait que les investisseurs pourraient réduire l'écart entre leurs demandes et les informations divulguées par les entreprises notamment en créant **un dialogue avec les entreprises** afin de les encourager à divulguer plus sur leur engagement en matière de développement durable.

- **Concises**

Un paradoxe a été identifié dans l'étude de l'AMF (2019) et de celle de l'OREE (2020) : la nouvelle Directive européenne impose une pertinence des informations non financières divulguées via le principe de matérialité et une « concision » de cette déclaration tout en respectant le critère d'exhaustivité pour répondre à la demande de chaque partie prenante. Cela s'avère être très compliqué selon les entreprises faisant parties de l'étude. En effet, 58% des entreprises ont élaboré une DPEF plus longue par rapport à leur rapport RSE de 2017, ce qui va donc à l'encontre de la directive. De plus, le nombre d'indicateurs clés de performance doit être restreint. Le modèle d'affaire pose également problème. Selon l'enquête d'OREE (2020), 93% des entreprises présentent dans leur DPEF un seul modèle d'affaire bien qu'elles puissent avoir différentes activités. Cela rend les modèles très longs, incompréhensibles et contraires à la Directive qui prône la clarté et la cohérence de ceux-ci. Tennaxia (2019) confirme également cet enjeu par son étude : *« 34% disent avoir eu des difficultés à concilier l'approche synthétique de la DPEF avec l'exhaustivité demandée par les agences de notation extra-financière. »*. L'enquête de Mazars (2019) a également trouvé ce même résultat concernant la difficulté de synthétiser les éléments du modèle d'affaires tout en garantissant son exhaustivité. Dès lors, 25% des entreprises qui respectent le principe de concision et présentent un modèle d'affaire synthétique font des renvois au chapitre des activités ou de l'introduction pour donner des informations plus complètes.

Enfin, selon l'enquête de PWC et de WBCSD (2018), la surabondance d'informations ne facilite pas l'utilisation des rapports extra-financiers par les investisseurs. Ce problème est

révélé dans cette enquête : il existe un très grand volume d'informations non financières disponibles, dès lors, sa pertinence et sa fiabilité est remise en cause par les acteurs du marché des capitaux.

- **Cohérentes**

Les enquêtes de PWC et WBCSD et de Ceres ont confirmé les attentes des investisseurs en matière d'informations non financières cohérentes.

La cohérence est un des enjeux de la DPEF au niveau de la présentation des politiques, des risques et des indicateurs (AMF, 2019). Toutefois, les résultats de l'étude de l'AMF révèlent que 90% des entreprises ont réussi à obtenir une cohérence entre leurs risques et leurs politiques. Les autres rapports d'enquêtes révèlent une plus grande difficulté de la part des entreprises à maîtriser cet enjeu. En effet, selon l'enquête de l'ESMA (2019), une incohérence est présente entre les politiques ESG divulguées par les entreprises et les preuves de leurs actions. Selon l'enquête de Mazars (2019), le détail des politiques mises en place pour faire face aux risques reste incohérent et manque de fluidité dans son ensemble car d'une DPEF à l'autre, les présentations de celles-ci sont très différentes et le lien entre les politiques et les risques n'est pas clair. Enfin, selon l'étude de McKinsey (2019), les pratiques de divulgation des données dans les rapports de développement durable seraient incohérentes et manqueraient d'uniformité au niveau des normes.

- **Significative (principe de matérialité)**

Définir les questions sociales, environnementales et de gouvernance les plus pertinentes est essentiel pour l'entreprise et ses parties prenantes (FSMA, 2019). Le caractère significatif des informations non financières divulguées, y compris leur pertinence est un des critères importants relevé selon les investisseurs dans les rapports de McKinsey (2019) et de PWC et WBCSD (2018). L'AMF (2019) insiste également sur la pertinence des indicateurs clés de performance.

A travers une analyse de matérialité, les informations divulguées ne prennent en compte que les enjeux principaux concernant les parties prenantes et cela s'oppose aux demandes de certaines parties prenantes qui veulent des informations plus détaillées et précises telles que les agences de notation et les ONG (OREE, 2020). Toutefois, pour pouvoir hiérarchiser les risques, il faut connaître les enjeux dont ceux-ci découlent. La matrice de matérialité permet d'identifier les plus significatifs.



Selon l'enquête de la FSMA, 70% des entreprises du BEL 20 ont intégré une analyse de matérialité dans leur déclaration extra-financière. Parmi les entreprises de l'étude, seul 45% la décrivent.

L'enquête de PWC et WBCSD (2018) met en avant la remise en cause des investisseurs concernant la pertinence des données divulguées du fait du grand volume d'informations non financières.

Les enquêtes menées par Ceres (2018) et d'EY (2018) ont montré pourtant que tant la pertinence des informations divulguées et l'évaluation de la matérialité par les entreprises ont été améliorées pour les investisseurs mais selon Ceres, leurs systèmes d'informations restent tout de même encore sous-développés. 67 % des grandes entreprises mondiales de son enquête évaluent la matérialité des informations en matière de développement durable. Cependant, la plupart de ces entreprises se concentrent sur le processus de détermination de la pertinence de ces informations, plutôt que sur la divulgation des impacts de ces évaluations. En outre, seulement 23 % des entreprises montrent à la fois leur processus d'évaluation de matérialité et la gestion des résultats de ces processus lors de la prise de décision en interne, notamment pour hiérarchiser les informations.

Un point supplémentaire relevé par Mazars (2019) est qu'au niveau du principe de matérialité, lorsque des thématiques sont exclues du reporting, l'entreprise doit tout de même justifier cette exclusion (69% des entreprises du panel le font). Selon son enquête, quatre thématiques sont généralement exclues : la lutte contre le gaspillage alimentaire (47%), la lutte contre la précarité alimentaire (62 %), le respect du bien-être animal (56 %) et l'alimentation responsable, équitable et durable (56 %). Ces thématiques ne sont pas identifiées comme leurs principaux risques extra-financiers.

### *3.1.3.2 Catégorie B- Format*

- **Cadre de référence**

Tout d'abord, au niveau du **format**, parmi les entreprises interrogées dans l'enquête de Tennaxia (2019), 44% publient leur DPEF dans un document de référence, 28% la publient dans le rapport de gestion et 20% dans un rapport intégré mais 7% ne la publient que dans leur rapport intégré, et 11% publient leur DPEF sous forme de partie dans un document de référence. Pour les entreprises non soumises à la DPEF de l'enquête, 46% ont publié leur DPEF dans un rapport RSE volontaire et 31% dans un rapport intégré. Depuis la nouvelle directive sur la DPEF en France, le reporting s'est modifié. En effet, selon l'enquête, 46% des entreprises ont changé

de référentiel d'indicateurs en termes de définition et de méthode de calcul. Certaines entreprises n'ayant pas fait de changement, envisagent l'utilisation d'indicateurs reconnus pour notamment fiabiliser leurs données. 33% ont modifié leur méthodologie de reporting. Parmi ceux-ci, 28% ont amélioré leur processus de collecte de données.

Selon l'enquête d'EY (2018), les investisseurs s'appuient de plus en plus sur les informations ESG divulguées par les entreprises elles-mêmes, et utilisent leurs rapports sur la responsabilité sociale des entreprises (RSE) ou sur le développement durable. 82% des investisseurs déclarent que les rapports annuels des entreprises sont très utiles, voire essentiels.

Ensuite, en ce qui concerne **les référentiels**, selon l'enquête de la FSMA, 20% des entreprises ne s'appuient sur aucun référentiel, 40% sur un seul, 30 % sur deux référentiels et le reste, sur plus de deux afin de rédiger la déclaration extra-financière. Plus de 75% des entreprises disent se baser sur le référentiel **GRI**, 40% des entreprises se réfèrent aux Objectifs de Développement Durable (**ODD**) et le dernier référentiel le plus cité est le **Pacte Mondial des Nations Unies** pour environ 30% des entreprises de l'étude. D'autres référentiels sont utilisés mais de façon moins populaire notamment la norme ISO 26000, les principes directeurs de l'OCDE, ou le cadre de référence de l'IIRC (Annexe 15 : Graphique 4). Selon l'étude de Mazars (2019), au niveau des normes et référentiels de reporting, le Pacte Mondial des Nations Unies est le plus utilisé (91 %), vient ensuite la GRI (71 %), puis, les Principes de l'OCDE (64 %) et enfin, les Objectifs de Développement Durable (ODD) (64 %). Les ODD sont le plus associés à la présentation de stratégie RSE par les entreprises. Les entreprises font également référence à d'autres normes (17%) telles que l'ISO 26000, la SASB, le cadre de référence de l'IIRC et la Task-Force on Climate -Related to Financial Disclosure (TCFD). L'enquête de PWC et WBCSD (2018) fait remarquer notamment le cadre TCFD pour connaître les risques actuels avec une vision à long terme.

Concernant les **objectifs de développement durable**, l'enquête 2 de Novethic (2019) montre que 68% des entreprises du SBF 120 s'appuient sur ceux-ci dans leur rapport extra-financier (35% des investisseurs institutionnels s'en appuient pour le reporting des investisseurs). L'OREE (2020) indique dans son rapport d'analyse qu'une majorité des entreprises étudiées ont utilisé les ODD comme cadre de référence à leurs informations extra-financières car celui-ci permet notamment de répondre aux attentes des investisseurs et des agences de notation.

Ainsi, 71% des entreprises étudiées dans l'enquête de Novethic (2019) utilisent les ODD pour rencontrer les attentes des investisseurs et/ ou des agences de notation. Cependant, cette enquête révèle que les investisseurs institutionnels ne sont pas satisfaits des informations (insuffisantes

ou inadaptées) leur permettant d'évaluer efficacement la contribution des entreprises aux ODD. Le but de ce cadre de référence est d'orienter les investisseurs dans leur choix d'investissement vers des entreprises qui contribuent aux objectifs et de limiter celles qui l'entravent (comme certains secteurs d'activité tels que le tabac) ou pour s'engager en tant qu'actionnaire de manière à faire évoluer l'entreprise vers un modèle plus durable. Les entreprises le considèrent comme un référentiel complémentaire pour communiquer leur stratégie RSE (Novethic, 2019). Toutefois, plus de 60% déclarent qu'il manque de complémentarité aux autres référentiels tels que le GRI et l'ISO 26000 et 20% considèrent ce référentiel comme inadapté au pilotage opérationnel de l'entreprise. « *Si les ODD sont un langage commun, ils ne sont pas encore vecteur de dialogue entre investisseurs et entreprises* » (Novethic, 2019). Selon l'étude de l'AMF, 96% des entreprises s'appuient sur des référentiels, parmi ceux-ci, les objectifs de développement durable et la GRI sont les plus utilisés.

Les référentiels tels que **le GRI et le SASB** (Sustainability Accounting Standard Board) sont très utilisés par les entreprises afin notamment d'établir leurs ICP. Le SASB est le cadre de référence le plus recommandé par les investisseurs selon l'enquête d'EY (2019), de McKinsey (2019) et de Tennaxia (2019). Car il répondrait aux attentes des investisseurs souhaitant des informations non financières complètes. De plus, le GRI et le SASB permettent une homogénéité dans les déclarations au niveau de l'élaboration des indicateurs avec « *une méthodologie unique* » (OREE, 2020). Selon l'enquête de Ceres (2018), la plupart des entreprises analysées utilisent les normes de la GRI ainsi que d'autres référentiels reconnus (CDP, SASB, et l'IIRC ainsi que le TCFD)<sup>45</sup>. 70% des entreprises utilisent la GRI dans leur communication alors que 58% utilisent à la fois les indicateurs de la GRI et un index de contenu GRI dans leur rapport (30% n'utilisent pas ce référentiel).

L'utilisation des informations non financières peut être un défi pour les investisseurs du fait qu'il existe un trop grand nombre de cadres et de référentiels pour le reporting extra-financier selon les études de l'AMF (2019) et de PWC et WBCSD (2018). En outre, concernant les référentiels utilisés, il est essentiel de tenir compte du niveau d'engagement de ceux-ci dans l'élaboration de la déclaration, ce qui ne s'est pas toujours avéré être le cas (AMF, 2019).

---

<sup>45</sup> 86% utilisent le cadre de reporting CDP (ONG) sur les risques du changement climatique, les émissions, l'eau etc. TCFD est la task force on Climate-Related financial Disclosures, des recommandations pour les rapports d'entreprises au niveau de la communication des risques et opportunités concernant le changement climatique pour les investisseurs. Le SASB (the Sustainability Accounting Standards Board) est une norme pour divulguer les informations de développement durable de manière pertinente dans le but de répondre aux besoins des investisseurs.

En conséquence, ils ne peuvent obtenir des informations de haute qualité, cohérentes et comparables ; les investisseurs sont incertains quant à la pertinence des données. Pour renforcer la comparabilité, les investisseurs recommandent des standards de reporting. Ils demandent un consensus entre les organismes de normalisation, les agrégateurs de données et les représentants des investisseurs sur un cadre et des normes mondiales pour les informations non financières divulguées.

- **Rapport intégré**

Le **cadre de l'IIRC** est mis en avant pour élaborer la DPEF car la Commission européenne a établi ses lignes directrices sur celui-ci (OREE, 2020). De plus, il serait complémentaire au référentiel GRI et permettrait notamment de palier au problème/paradoxe du modèle d'affaires non synthétique. Le rapport intégré synthétise et relie les données financières et extra-financières, ce qui satisferait mieux les demandes des investisseurs en termes de besoin d'informations, notamment en ce qui concerne la déclaration de la création de valeur sur le long terme via ses six principes<sup>46</sup>. De plus, l'OREE affirme que le public visé par le reporting intégré est financier tel que les investisseurs, alors que la DPEF vise le grand public. Selon l'enquête d'EY (2018), 70% des investisseurs ont déclaré que les rapports intégrés qui suivent le cadre international d'établissement de rapports intégrés publié par l'IIRC sont bénéfiques, voire essentiels à la prise de décision d'investissement. Selon l'enquête Tennaxia (2020), la plupart des entreprises ont élaboré leur modèle d'affaires à l'aide du cadre de référence de l'IIRC. Cependant, ce cadre reste complexe à mettre en place pour les entreprises. Il demande beaucoup de temps et un niveau de transparence approprié. Les avantages sont : « *une meilleure visibilité et compréhension de l'entreprise et ses enjeux* », en effet, les parties prenantes peuvent via cet outil mieux visualiser la valeur de l'entreprise et comprendre les enjeux et les priorités de celle-ci (Tennaxia, 2019). En d'autres mots, il permet une réelle clarification pour les parties prenantes. De plus, cette démarche permet « *un alignement des approches financière et extra-financière vers une démarche plus intégrée* » (Tennaxia, 2019). En outre, les résultats de cette enquête montrent une tendance des déclarations extra-financières vers un rapport intégré, qui serait une finalité de la DPEF. L'enquête de Mazars (2019) révèle également que les entreprises ont utilisé les directives de l'IIRC comme cadre de référence. Ainsi via ce cadre, les entreprises

---

<sup>46</sup> « Proposer une stratégie et une vision sur le long terme ; Répondre aux exigences des parties prenantes internes et externes de l'entreprise ; Faire preuve de matérialité et de synthèse ; Fournir une information fiable ; Faire des liens entre l'information financière et extra-financière ; Assurer une certaine comparabilité et cohérence dans les informations fournies » (OREE, 2020).

sont capables de communiquer sur les différents capitaux (financiers, humains, intellectuels, industriels et environnementaux) dans le processus de création de valeur.

- **Autres sources d'informations**

Afin d'obtenir des informations non financières, les investisseurs s'appuient sur des données provenant de sources externes à l'entreprise (en plus de leur rapport extra-financier) pour les aider à en juger leurs performances telles que des agrégateurs et des fournisseurs de données (PWC et WBCSD, 2018). Ceci nous renvoie à la **théorie d'agence** pour plusieurs raisons (l'agent étant la société de gestion et le principal, l'investisseur institutionnel).

Nous constatons selon les rapports d'enquêtes que beaucoup d'investisseurs institutionnels délèguent en tout ou en partie la gestion d'actifs et donc l'analyse du reporting extra-financier. En effet, selon l'enquête de PWC et WBCSD, la plupart des investisseurs utiliseraient au moins un fournisseur de données spécialisé dans les questions ESG pour extraire et résumer les informations disponibles au public. De plus, les investisseurs auraient recours au rapport d'entreprise uniquement pour obtenir des explications et des clarifications si nécessaire. Ceci est confirmé par l'enquête d'EY (2018) où les répondants déclarent qu'ils font appel à des services de courtiers pour obtenir des données sur les actions mais le recours à la couverture médiatique ou d'autres sources externes est en baisse. L'enquête de McKinsey (2019) affirme également que de plus en plus de gestionnaires d'actifs ont recours au rapport de durabilité. Or lorsque les investisseurs obtiennent les données non financières auprès de ces tiers plutôt que via les rapports de développement durable d'entreprises, cela peut causer des problèmes de cohérence (faible niveau de corrélation entre les évaluations de performance) car les méthodologies entre les fournisseurs de données sont différentes. Cela s'expliquerait du fait que les informations non financières des entreprises seraient incomplètes. Dès lors, les fournisseurs devraient estimer ces données et tous de manière différente. Cela confirme que cette relation « principal-agent » peut causer le risque d'asymétrie d'informations entre l'investisseur institutionnel et le gestionnaire de fonds (Boyer-Allirol, 2013).

Ensuite, dans le premier rapport d'enquête de Novethic (2015), il est indiqué qu'il n'est pas commun d'avoir des services développés en interne sur les pratiques d'investissement responsable. En effet, selon l'enquête, seuls 26% des investisseurs interrogés ont recours à des équipes d'analystes en interne alors que plus de 60% des investisseurs font appel à des agences de notation spécialisées. Le rapport est clair : *"les investisseurs institutionnels doivent préciser, en tant que donneurs d'ordres, leurs attentes en matière d'investissement responsable auprès des sociétés de gestion auxquelles ils accordent des mandats"* (Novethic, 2015). Les

investisseurs institutionnels qui ne gèrent pas leurs actifs en interne doivent rechercher des données auprès d'experts en évaluation ESG. Selon la première enquête de Novethic (2015), 50% se basent sur leur méthodologie propre et la complètent avec l'analyse d'agence pour la gestion des actifs, 31% n'utilisent que leur méthodologie propre et 19% se fient uniquement sur l'analyse d'agences de notation extra-financière. Le rapport 2 de Novethic sur les ODD (2019) met également en avant l'externalisation de l'analyse et la gestion des actifs. Selon l'enquête, les ODD sont utilisés par les investisseurs comme grille de lecture (« *évaluation des portefeuilles ; guider leur stratégie d'investissement, notamment dans une perspective d'impact ; vérification de l'alignement de la stratégie RSE par rapport aux enjeux globaux* »). Il existe des grilles d'analyse ODD qui sont développées par les agences de notation extra-financière. 19% des investisseurs institutionnels utilisent les données fournies par ces spécialistes en évaluation ESG ; 31% des investisseurs institutionnels gèrent entièrement ou partiellement leurs actifs en interne et ont leur propre méthodologie ; finalement, 50% des investisseurs institutionnels utilisent leur méthodologie propre complétée avec celle d'agences.

Enfin, les participants à l'enquête de l'ESMA (2019) ont déclaré qu'il existe en réalité une chaîne d'investissement ESG complexe, car la divulgation passe souvent par des agences de notation ESG, des fournisseurs d'indices ESG et/ou des fonds ESG avant d'atteindre l'investisseur et ces acteurs appliquent des méthodologies différentes.

Cela conforte la théorie de l'agence et montre que l'investisseur institutionnel ne sera pas toujours le premier acteur visé par les informations non financières du rapport extra-financier dans le cas où l'analyse d'actifs est déléguée à une société de gestion.

### 3.1.3.3 Catégorie C – Informations d'investissement dans une perspective ISR

- **Horizon temporel**

Au niveau de l'horizon temporel des informations non financières, celui-ci doit être sur le long terme dans une perspective d'investissement socialement responsable.

Tout d'abord, les investisseurs attendraient une présentation de « *la stratégie de l'entreprise sur le long terme* » (OREE, 2020). L'explication concernant la pertinence de l'information non financière par rapport à la stratégie de l'entreprise à court, moyen et long terme est également souhaitée par les investisseurs (PWC et WBCSD, 2018). De plus, ceux-ci attendraient des informations sur les plans futurs de la direction en matière de politique et de mesure de risques, en particulier sur la manière dont l'entreprise traitera les externalités (pour connaître sa viabilité sur le long terme).

Cependant, l'enquête de l'ESMA (2019) révèle qu'il y a un manque de divulgation suffisamment prospective des risques et des opportunités liés à l'ESG ainsi que l'absence d'un lien clair entre les questions ESG et les performances actuelles et futures de l'entreprise. Ceci se confirme dans l'enquête d'EY (2018) où les investisseurs disent souhaiter obtenir des informations plus prospectives.

Finalement, selon l'enquête de PWC et WBCSD (2018), les différents investisseurs ont des horizons temporels, des mandats et des intérêts différents. En ce qui concerne les informations prévisionnelles, en particulier sur la pérennité d'une organisation, certains investisseurs affirment qu'ils ne regardent que quelques années en avant, tandis que d'autres peuvent se pencher sur des prévisions allant jusqu'à une génération. Par exemple, les fonds de pension seront préoccupés par les données non financières de l'année en cours, les performances attendues pour l'année à venir ainsi que le développement des activités à long terme d'une entreprise.

- **Enjeux matériels, Risques et ICP**

Tout d'abord, les investisseurs attendent qu'une entreprise identifie et traite les risques, et qu'elle applique des méthodes appropriées aux mesures communiquées sur ceux-ci (PWC et WBCSD, 2018). Selon la FSMA (2019), les entreprises étudiées ont des lacunes en ce qui concerne 3 points : « *les principaux risques liés aux questions non financières et la manière dont les sociétés gèrent ces risques* », « *la description des résultats des politiques appliquées* » et également au niveau de « *l'inclusion des Indicateurs Clés de Performance (ICP) non financiers* », notamment pour les risques liés aux droits de l'Homme et à la lutte contre la corruption (pas d'ICP les concernant). Ceux-ci sont visualisables via le graphique en annexe (Annexe 16 : Graphique 4). Les résultats de l'enquête de Mazars (2019) vont dans le même sens: « *une présentation insuffisamment détaillée de la méthodologie d'identification et de hiérarchisation des risques* » et « *l'absence d'engagements ou d'objectifs de réduction en matière d'émissions de gaz à effet de serre* ».

Toutefois, la DPEF permettrait de mettre en évidence les lacunes et les axes d'améliorations au sujet de l'adéquation des politiques aux risques et enjeux extra-financiers existants (Tennaxia, 2019). Elle répond notamment aux attentes des agences extra-financières.

Au niveau des **risques extra-financiers**, 67% des rapports de l'enquête de Mazars (2019) présentent les principaux risques dans la DPEF. 32% les communiquent dans un chapitre distinct de la DPEF. Dans ce dernier cas, un problème de cohérence peut survenir en ce qui

concerne la politique mise en place et ses résultats. En outre, selon Mazars, 40% structurent leur DPEF par leurs enjeux matériels (7% organisée autour de risques extra-financiers, 15% par leur politique, et 37% par thématique sociale, environnementale et sociétale). Les entreprises publient en majorité des risques sociaux (92% du panel), ensuite les risques environnementaux ainsi que les risques éthiques, de conformité et liés aux droits de l'Homme (89%), puis les risques liés à la fraude et la corruption (81%) et enfin, l'attractivité et la gestion des talents (61%), l'impact carbone et le changement climatique (61%).

Au niveau des **caractéristiques de risques extra-financiers**, ceux-ci peuvent montrer l'incidence qu'ils auraient sur les activités de l'entreprise ainsi que référer les impacts externes de l'entreprise sur son environnement (AMF, 2019). Selon l'enquête de l'AMF (2019), 17 rapports sur 24 exposent les deux types de risques. Les autres entreprises ne prennent en compte que ceux provenant de leur activité. De plus, parmi tous les rapports étudiés, 18 mentionnent les risques selon les 3 thématiques : environnementale, sociale et sociétale. L'étude de l'OREE (2020) examine également deux types de risques : « *endogènes* » et « *exogènes* » (ces derniers plus difficilement maîtrisables pour les entreprises). Il s'avère être très compliqué pour les entreprises de maîtriser les risques ainsi que de les projeter dans le long terme, d'autant plus qu'ils peuvent être liés les uns aux autres : cela concerne les « **risques systémiques** ». Ceux-ci permettent de tenir compte des interdépendances des enjeux et risques environnementaux. En effet, ils proviennent de différentes sources externes à l'entreprise et donc leur maîtrise relève de l'action d'autres acteurs (en plus de l'entreprise) tels que le changement climatique et la pollution. Selon l'étude de l'OREE (2020), 25 entreprises sur 30 ont identifié les risques RSE alors que les 5 autres ont identifié et lié les risques RSE (extra-financiers) et financiers. Selon certaines entreprises, les risques RSE seraient perçus comme des « facteurs aggravants » des risques financiers alors que d'autres estiment que lier les deux risques, amènerait à une priorisation des risques financiers (via une hiérarchisation) par rapport aux risques RSE. Le concept d'analyse de risques reste encore très flou et interprété comme **une approche négative**. Toutefois, l'étude montre que la plupart des entreprises (68%) inscrivent des **opportunités** dans l'analyse des risques. 83% des DPEF affiche une cartographie des risques réalisée sur base d'une analyse de matérialité ainsi qu'un dialogue avec les parties prenantes (une analyse de matérialité (analyse des risques extra-financiers) au minimum a été publiée par 73% des entreprises). 43% des DPEF affichent les risques financiers et extra-financiers de manière commune, contre 57% qui différencient leurs risques extra-financiers. Selon l'étude de Tennaxia, les risques liés à l'entreprise et ceux liés à la société ont été retenus par 76% des



entreprises respectant. De plus, nous constatons grâce à cette enquête que les risques liés à l'environnement sont les principaux risques identifiés par les entreprises (83%) tels que les risques liés au changement climatique. Enfin, parmi les bénéfices relevés de cette analyse de risques extra-financiers pour les acteurs financiers, trois sont cités « *une meilleure compréhension des enjeux RSE, des risques extra-financiers via notamment, une priorisation de ceux-ci et un alignement interne et une simplification de la communication extra-financière* » (Tennaxia, 2019).

**Les indicateurs clés de performance (ICP)** ont pour but de présenter les résultats de l'engagement des entreprises afin de maîtriser les risques et d'améliorer les objectifs RSE que l'entreprise se fixe à court, moyen et long terme (OREE, 2020). Ils peuvent être qualitatifs ou quantitatifs. Il est recommandé que ces ICP soient concis, lisibles et compréhensibles afin que toutes les parties prenantes puissent interpréter les résultats des politiques RSE de l'entreprise. L'enquête de Tennaxia (2019) relève quatre bénéfices de ces indicateurs: « *Pilotage de la performance extra-financière* », « *meilleur ancrage de la RSE et appropriation par les directions (consolidation des engagements et meilleure visibilité des enjeux RSE)* », « *Identification des priorités (pertinence des ICP et leurs trajectoires)* » et « *gains en termes de transparence et de crédibilité* », ce qui est reconnu notamment par les agences de notation. Toutefois, selon l'étude de l'OREE (2020), les entreprises doivent encore améliorer l'explication quant aux choix et à l'élaboration des indicateurs de performance afin de démontrer la manière dont elles agissent pour faire face aux risques et obtenir des résultats réels (pas uniquement les objectifs via des indicateurs de moyens). L'enquête d'EY (2018) révèle également que les entreprises divulgueraient uniquement les moyens pour contribuer à une question ESG mais sans donner les résultats.

Au niveau de la présentation des indicateurs, le fait de pouvoir montrer l'évolution des performances dans le temps est une précision importante pour les investisseurs. 29 entreprises sur 30 de l'étude de l'OREE ont mesuré les progrès de leurs politiques via des indicateurs d'objectifs sur une période au minimum d'un an. En outre, 50% des entreprises utilisent un référentiel pour déterminer ses ICP dont « *70% ont doté leurs ICP d'objectifs qualitatifs ou quantitatifs, selon des horizons temporels essentiellement à court et moyen termes* » (OREE, 2020).

Néanmoins, il est très compliqué pour les entreprises de les identifier, de déterminer leur pertinence et leur nombre. Dès lors, nous constatons un problème parmi 27% des entreprises de l'enquête de Mazars (2019): « *l'absence d'indicateurs clés de performance au regard de*

*certaines risques majeurs* ». Ces entreprises ne publient pas de données chiffrées ou alors, elles ne présentent pas d'indicateurs traduisant la performance. Un exemple donné est l'information en ce qui concerne l'éthique ou la lutte contre la corruption. Un second problème consiste dans le manque d'homogénéité en ce qui concerne les enjeux soit entre les filiales soit entre les activités des groupes. Cela est relatif aux méthodes de calcul des indicateurs, au déploiement des stratégies et politiques dans le reporting et ce, dans 23% des entreprises. Cependant, il n'y a encore que la moitié des entreprises selon l'étude de Mazars qui a défini leurs indicateurs clés de performance via la prise en considération de l'analyse des risques (dont 23% pour les principaux risques). 22% les ont définis sur base de la politique RSE, 15% via l'analyse de matérialité et 7% par rapport à la stratégie RSE. Les indicateurs clés de performance sont un véritable enjeu pour les entreprises, elles doivent les définir en tenant compte de toutes les parties prenantes afin de permettre à celles-ci d'évaluer les performances extra-financières.

- **Intégration des critères ESG dans le processus décisionnel d'investissement**

Les informations ESG sont très importantes pour les investisseurs et jouent un rôle de plus en plus important dans le processus de décision d'investissement (EY, 2018). En effet, les investisseurs s'intéressent notamment au changement climatique, aux scandales liés à une mauvaise gouvernance d'entreprise et à l'impact social des entreprises. L'utilisation des informations ESG par les investisseurs est croissante et évolue. Avant, ils distinguaient de manière radicale les aspects ESG et financiers dans la gestion de portefeuille et ce, via des équipes d'analystes différentes. Désormais, ils incluent les critères ESG dans leur analyse d'investissement et ont donc une vision plus large des risques et des opportunités liés aux questions ESG. 96 % des répondants de l'étude d'EY affirment que ces informations ont joué un rôle essentiel dans la prise de décision d'investissement, que ce soit occasionnellement (62 %) ou fréquemment (34 %). Seuls 4% disent que les facteurs ESG font rarement ou jamais partie du processus de décision. De plus, presque tous les investisseurs (97%) disent qu'ils procèdent soit à une évaluation informelle (65 %), soit à une évaluation structurée et méthodique (32 %) des informations non financières fournies par une société. Seuls 3 % d'entre eux déclarent ne procéder qu'à un examen limité, voire inexistant. La proportion de l'utilisation des informations ESG a augmenté de 20 % en comparaison à leur enquête de 2017. Selon l'enquête de l'ESMA (2019), 77% des répondants (dont 15 sociétés de gestion d'OPCVM et 7 associations d'investisseurs) estiment (à des degrés différents) que la divulgation des données ESG par les sociétés cotées permet aux investisseurs de prendre des décisions d'investissement à long terme. Selon l'enquête, 46 répondants estiment que la divulgation des informations ESG

donne un aperçu du profil de risque à long terme d'une société cotée, 45 répondants affirment qu'elle complète les éléments publiés par les sociétés cotées dans leurs états financiers et enfin, 29 répondants pensent qu'elle donne un aperçu des performances financières futures d'une société. Le reste des répondants (23%) n'est pas d'accord avec le fait que la divulgation des données ESG par les sociétés cotées en bourse permet de prendre des décisions d'investissement à long terme. Selon eux, l'absence d'informations ESG standardisées et comparables (ainsi que la qualité des données ESG) est problématique pour les investisseurs qui cherchent à poursuivre des objectifs ESG ou à prendre des décisions d'investissement à long terme. Ils estiment que ce sont ses performances économiques et ses perspectives à long terme qui vont déterminer leur décision d'investissement plutôt que les considérations ESG.

Ensuite, les actifs incorporels permettraient de prendre des décisions d'investissement à long terme. Ceci est confirmé via l'enquête de l'ESMA (2019) où 59% des répondants évoquent que les actifs incorporels constituent une part de plus en plus importante de la valeur de l'entreprise et devraient, à ce titre, être repris dans les états financiers (le plus cité fut le capital humain). 41% des répondants sont contraires à cette affirmation (les actifs incorporels étant jugés trop subjectifs que pour y être intégrés). Les participants de l'enquête de l'ESMA ont souligné que sur l'équilibre entre les trois éléments constitutifs de l'acronyme ESG (Environnemental, Social, et Gouvernance) jusqu'à présent, l'accent avait été mis davantage sur le E, moins sur le S et qu'il reste beaucoup de travail à faire sur le G. Selon l'étude 1 de Novethic, au niveau de l'intégration ESG : 38% des investisseurs institutionnels utilisent « *la sélection ESG des meilleurs émetteurs* » (best in class), « 43% utilisent l'investissement limité dans les émetteurs mal notés », et 33% utilisent « *la valorisation financière des enjeux ESG* ». Et dans l'étude 2 de Novethic (2019), il est expliqué que la moitié des investisseurs institutionnels utilisent leur méthodologie propre d'investissement (malgré la grille d'analyses ODD développées par les agences de notation extra-financières) complétée par une analyse externe.

Pour finir, concernant l'étude de PWC et WBSCD (2018), l'enquête conclut que les informations ESG apportent des renseignements importants aux investisseurs sur la création de valeur à long terme ainsi que la pérennité de l'entreprise et les aident dans leurs décisions d'investissement. Cependant, beaucoup de répondants ont déclaré qu'ils aimeraient intégrer l'information non financière dans le processus d'évaluation mais qu'il n'y actuellement aucune manière cohérente de le faire. Selon les analystes sell-side<sup>47</sup>, transformer les critères non financiers pour les prendre en compte dans les évaluations serait très complexe. De plus, les

---

<sup>47</sup> Analystes financiers qui conseillent des placements d'investissements aux acteurs du marché.

investisseurs estiment que les informations ESG sont moins avancées que les informations financières (mis à part les émissions de carbone qui ont un processus d'évaluation). Les investisseurs de l'enquête déclarent que la gouvernance est un des critères majeurs permettant d'accroître leur confiance (d'autant plus si l'entreprise est dans un pays qui a connu des problèmes de gouvernance) car les exigences et les pratiques en matière de divulgation d'informations sur la gouvernance sont établies depuis beaucoup plus longtemps en comparaison aux divulgations des mesures environnementales et sociales. C'est donc l'aspect le plus mature des informations non financières à considérer par les investisseurs par rapport aux facteurs environnementaux et sociaux. Les investisseurs affirment que l'approche de gouvernance d'une entreprise reflète son attitude à l'égard de la gestion des données, de l'authenticité des rapports et des facteurs environnementaux (E) et sociaux (S) pertinents pour l'entreprise. Selon l'enquête d'EY (2018), c'est également le facteur Gouvernance qui est selon les investisseurs le mieux évalué en termes de matérialité par les entreprises, suivi du facteur social et enfin, de facteur environnemental. (67% des investisseurs excluraient immédiatement un investissement s'il y avait un risque ou l'historique de mauvaises pratiques). En ce qui concerne la prise de décision d'investissement, les investisseurs ont déclaré que les risques liés à la gouvernance d'entreprise, à la chaîne d'approvisionnement, aux droits de l'homme et au changement climatique sont les plus significatifs (EY, 2018).

- **Ratings ESG**

Selon l'OREE (2020), les agences de notation extra-financière se contentent de soumettre leur questionnaire aux entreprises pour leur attribuer une note (sans regarder leur DPEF). Elles exigent des détails qui ne se retrouvent pas dans leur DPEF du fait de la place réservée uniquement aux éléments les plus pertinents et simplifiés. Ainsi, certaines entreprises ne respectent pas la Directive pour répondre aux attentes des agences et préfèrent détailler notamment les indicateurs. Dans ce contexte, la FSMA reproche à de nombreuses entreprises de ne pas se conformer aux principes de la Directive en termes de concision et de significativité des informations non financières.

En outre, ces fournisseurs de données non financières établissent des indices et offrent des points de référence extrêmement importants dans le système de reporting des entreprises (PWC et de WBSCD, 2018). Selon l'enquête de Mazars (2019), au niveau de « l'objectivation de performance », de plus en plus d'entreprises font appel à des agences de notation et l'inscrivent dans leur rapport extra-financier. En effet, selon l'enquête, 82% des entreprises (+ 5% par rapport à 2017) mentionnent leurs évaluations car les investisseurs s'y intéresseraient beaucoup.

Parmi les agences de notation extra-financière les plus citées : Vigeo, CDP (carbon, water, forests), Oekom, Ecovadis, Sustainalytics, ainsi que de grands index : FTSE4Good, DJSI, Vigeo Europe 120, MSCI ESG Leaders, Ethibel, Gaïa Index. Selon l'enquête, « *la DPEF est l'un des principaux supports utilisés par les agences de notation pour mener leur analyse* » (Mazars, 2019).

#### 3.1.3.4 Catégorie D – contrôle

- **Vérification des données**

« *La vérification de la présence et la sincérité des informations non financières* » en France est obligatoire pour les entreprises qui répondent à l'obligation légale<sup>48</sup> (Tennaxia, 2020). Le recours à un Organisme Tiers Indépendant (OTI)<sup>49</sup> pour une vérification des données, permet de donner des recommandations aux entreprises pour améliorer leur DPEF (d'un point de vue ponctuel ou structurel). Selon l'étude de l'AMF (2019), 33% la font vérifier par Ernst & Young, 21% par Deloitte, 17% par KPMG, 17% par PWC, 8% par Mazars et 4% par Grant Thornton. Leur analyse est assez homogène en comparaison de tous les OTI.

Les conclusions de l'étude de Tennaxia (2019) concernant le contrôle externe par un OTI des entreprises, soulignent plusieurs points restant à améliorer : « *Travailler sur le choix et la définition de ICP pertinents (matériels, avec le bon périmètre, sous forme de ratio...)* », « *Renforcer et fiabiliser le protocole de reporting, et notamment fiabiliser les ICP et renforcer la collecte et la consolidation* » et « *Améliorer la transparence de leurs pratiques et renforcer le contrôle interne* ». L'OREE (2020) affirme qu'à cause du manque de standardisation des DPEF, cela complique l'évaluation comparative par les organismes tiers. Selon l'étude de Mazars (2019), 40% ont une mention d'un organisme tiers indépendant.

L'enquête de McKinsey (échantillon international) relève également qu'ils attendent une vérification par des tiers sur les informations non financières. En effet, 97% des investisseurs l'exigent et la majorité pense que les rapports de développement durable devraient être audités avec la même rigueur que les rapports financiers. 67 % ont déclaré que les audits de développement durable devraient être aussi rigoureux que les audits financiers.

---

<sup>48</sup> Par les textes d'application de l'article 225 de la loi Grenelle 2.

<sup>49</sup> « les Organismes Tiers Indépendants (OTI) sont des entreprise accréditées par le Comité français d'accréditation (COFRAC) – ou par tout autre organisme d'accréditation signataire de l'accord de reconnaissance multilatéral établi par la coordination européenne des organismes d'accréditation – sur la base de sa compétence, de son indépendance et de son impartialité pour la réalisation de mission de vérification des informations RSE en application de l'article L. 225-102-1 du Code de commerce » (Tennaxia, 2020).

PWC et WBCSD (2018) ajoutent que la vérification par un tiers améliore la confiance des investisseurs. Selon leur enquête (échantillon international), il existe 8 domaines pour lesquels les investisseurs veulent une certification : les risques identifiés les plus pertinents, les politiques développées, l'efficacité des processus de gouvernance (si elles sont mises en œuvre comme décrites dans le rapport), les contrôles internes (de la production d'informations suffisantes), l'évaluation (le cadre, la méthodologie ou le protocole de mesures approprié et pertinent), les mesures (notamment ESG et si ce n'est pas du greenwashing), la comparaison avec les pairs et enfin, les scénarios et estimations divulgués. Les investisseurs ont mis en garde contre le fait que la déclaration des informations soit un exercice axé sur les processus de manière réglementée car cela contraindrait les entreprises à déclarer leurs activités simplement pour se conformer aux exigences. De plus, même si certains pays introduisent une législation qui exige une assurance sur les informations ESG, la plupart des contrôles sont volontaires et peuvent varier considérablement en termes de niveau. Car par rapport aux données financières à auditer, les données extra-financières et son système de reporting ne sont pas très avancés. Selon l'enquête de Ceres (2018) réalisée auprès d'entreprises internationales, l'assurance externe de leurs informations non financières n'est pas obligatoire. Dès lors, 58 % des entreprises ne publient aucune garantie d'une vérification formelle des informations en matière de développement durable, tandis que moins de 10 % publient des informations vérifiées par des tiers, avec quelques recommandations d'amélioration. 32% affirment avoir peu de vérification et 5% peu de vérification mais incluant les recommandations pour s'améliorer. Toutefois, selon cette étude, l'assurance externe des informations permettrait d'en augmenter la fiabilité et est donc un critère important pour les investisseurs.

## 3.2 Discussion Transversale

Dans cette section, nous présentons une synthèse de la méta-analyse reprenant les points les plus importants pour chaque catégorie de la grille d'analyse ainsi que les points de tension, les limites et les points d'améliorations qui sont recommandés dans les rapports d'enquêtes. Des enjeux émergeant à la grille d'analyse et soulevés par les rapports d'enquêtes sont présentés à la suite.

### 3.2.1 Synthèse par catégorie de la grille

Tout d'abord, pour la **catégorie A**, nous constatons que les investisseurs institutionnels attendent des informations qui soient **complètes, de qualité, fiables, transparentes, cohérentes, comparables et significatives**. Toutefois, selon les enquêtes, le critère d'exhaustivité n'est pas respecté. Un paradoxe a été identifié par plusieurs enquêtes et c'est d'ailleurs un des défis majeurs pour les entreprises : respecter le principe de concision de la directive tout en étant le plus complet possible pour répondre aux attentes distinctes de chaque partie prenante.

Les investisseurs institutionnels prônent l'exhaustivité et la précision des informations extra-financières (plutôt que la concision), or selon les rapports d'enquêtes, ces informations sont incomplètes. En ce qui concerne la qualité, les entreprises essaient d'améliorer ce critère malgré le fait qu'elles manquent encore d'un système de collecte de données et de mesures de performances non financières de qualité. Pour la fiabilité des données, ce critère s'avère également remis en cause par les investisseurs à cause des procédures de divulgation encore immatures et d'un manque d'équilibre entre les informations favorables et défavorables à l'entreprise. De plus, selon les enquêtes, la transparence au niveau de l'explication des méthodes et des procédures de l'entreprise pour notamment le choix d'indicateurs et les méthodes de calcul des ICP doit être améliorée pour satisfaire les attentes des investisseurs. Le critère de comparabilité a souvent été critiqué par les investisseurs dans les différentes enquêtes. Cela est dû au manque d'uniformité des normes et d'exigences requises en ce qui concerne le cadre de référence du reporting malgré les référentiels internationaux. Les investisseurs ne sont donc pas capables de comparer les rapports extra-financiers avec d'autres entreprises. Les enquêtes révèlent également que les entreprises ont des difficultés à être cohérentes par rapport à leur politique mise en place et les risques identifiés. Ensuite, au niveau de la responsabilisation de l'entreprise, les investisseurs peuvent avoir un effet de levier sur celle-ci via un dialogue avec l'entreprise dans le but de les encourager à divulguer plus sur leur engagement et indirectement, améliorer leur RSE. Pour finir, le critère de concision prôné par la Directive ne fait pas partie des attentes des investisseurs institutionnels mais bien celui de la significativité et de la pertinence des informations divulguées.

Ensuite, pour la **catégorie B**, les entreprises utilisent de manière générale plusieurs référentiels afin d'élaborer leur rapport extra-financier. Les plus utilisés sont la GRI, les ODD, le Pacte Mondial des Nations Unies, la norme ISO 26000, les principes directeurs de l'OCDE, le cadre

de référence de l'IIRC et le référentiel SASB. Les **ODD** répondraient aux attentes des investisseurs. Une des remarques ressortant des différentes enquêtes de la part des investisseurs, est la demande de standardisation dans la divulgation d'informations, notamment par l'uniformisation de référentiels pour améliorer la comparabilité. Ils demandent un consensus entre les organismes de normalisation et fournisseurs de données sur un cadre et des normes mondiales pour la divulgation d'information non financière. Selon l'article d'EY (2020), un des objectifs de la révision de la Directive européenne serait de répondre à un référentiel approprié et commun via notamment une norme semblable au GRI pour sa double qualité de précision et de synthèse. En ce qui concerne le rapport intégré, et en particulier, le cadre de l'IIRC, celui-ci permettrait de palier au paradoxe de la concision et de l'exhaustivité exigé par la directive et ainsi, répondre aux attentes des investisseurs. Le reporting intégré ainsi que ce cadre permettent aux investisseurs de prendre des décisions car la création de valeur sur le long terme est mieux visualisée (transparence plus appropriée au niveau de l'explication des enjeux et un meilleur alignement des données financières et extra-financières). De plus, les notations provenant d'agences de notation extra-financière divulguées dans les rapports d'entreprises seraient pertinentes aux yeux des investisseurs. Cependant, nous constatons que les investisseurs se dirigent vers d'autres sources d'informations extra-financières telles que les fournisseurs de données ESG et que la théorie d'agence apparaît souvent dans le processus de prise de décisions d'investissement. En effet, la plupart des investisseurs institutionnels vont déléguer en tout ou en partie l'analyse et la gestion de leurs actifs à des sociétés de gestion qui elles, vont analyser les données non financières des entreprises. Cette relation en chaîne expliquerait notamment le risque auquel font face les investisseurs par rapport à l'asymétrie d'information car les gestionnaires de fonds ont des méthodes d'analyse de données différentes.

Après cela, au niveau de la **catégorie C**, l'horizon à long terme des données non financières est très important pour les investisseurs en termes de stratégie, de mesures prospectives, des risques et des opportunités liés aux questions ESG par rapport aux externalités, ainsi que des performances sur le long terme. Mais les rapports relèvent un manque de données prospectives, malgré que ce soit un des principes fondamental fournit par la CE. L'adéquation des politiques aux risques extra-financiers et enjeux existants mais aussi les résultats des mesures mises en place sont très importants pour les investisseurs. Il y a encore des points d'améliorations à faire pour les entreprises, notamment sur la communication presque inexistante des résultats selon les rapports d'enquête et l'absence d'une communication détaillée de la méthodologie d'identification des risques extra-financiers.



De plus, en termes de risques extra-financiers, les investisseurs attendent une analyse complète pour visualiser et comprendre l'interdépendance entre les enjeux RSE et les risques liés à l'environnement de l'entreprise. Les investisseurs attendent une jonction des risques financiers et extra-financiers. Cela n'a pas encore été vigoureusement mis en œuvre par les entreprises. Le niveau de détails doit augmenter également dans l'explication du choix et de l'élaboration des ICP, traduisant la performance sur une vision long-terme afin de permettre aux investisseurs de connaître les mesures prises face aux risques et les résultats.

Ensuite, l'intégration des critères ESG dans le processus décisionnel est de plus en plus importante pour les investisseurs. Les investisseurs institutionnels s'approprient chacun leurs propres méthodes d'investissement pour intégrer les critères ESG (best in class, exclusion, valorisation des enjeux ESG, etc.) s'ils gèrent en interne leurs actifs et/ou ils peuvent faire appel à des spécialistes d'évaluation de données ESG (agences de notation extra-financière). De manière globale, les professionnels estiment qu'il y a encore beaucoup d'améliorations à faire au niveau de la divulgation des données ESG pour les investisseurs. Pour finir, les ratings ESG réalisés par les agences de notation extra-financière ne peuvent pas être réalisés sur base uniquement des rapports extra-financiers des entreprises car ceux-ci sont incomplets et simplifiés. De plus, au niveau des ratings ESG, *"l'évaluation de l'entreprise par des agences de notation extra-financières n'est plus le seul gage de confiance exigé par les investisseurs et actionnaires. Seulement 36 % des interrogés estiment que cela peut influencer sur leur décision d'investir. Selon eux, les entreprises engagent davantage leur temps à répondre à ces questionnaires qu'à la mise en œuvre opérationnelle d'actions RSE. Cela s'explique par la complexité et l'étendue des informations à collecter."*, selon l'article Tennaxia (2020).

Enfin, pour la **catégorie D**, les investisseurs attendent des informations non financières qui soient vérifiables (par un tiers) or, selon les différentes enquêtes, ce n'est pas toujours le cas dans les rapports extra-financiers. Selon l'article d'EY (2020), une différence présente dans les rapports extra-financiers des différents pays européens est la **vérification externe obligatoire**. En effet, seules l'Espagne, l'Italie et la France l'obligent. Tandis que les autres pays européens proposent des vérifications volontaires. Les investisseurs attendent une même rigueur en termes de vérification des données comme pour les rapports financiers. Cela renforcerait leur confiance notamment via la vérification des risques identifiés, des politiques, des processus de gouvernance, des évaluations et des mesures ESG.

### 3.2.2 Enjeux émergeant de l'analyse

Un premier point particulier ne figurant pas dans la grille d'analyse est l'amélioration indispensable du cadre réglementaire. Ce point a été abordé dans l'enquête de l'ESMA (2019) : plus de la moitié des répondants a jugé que des mesures supplémentaires dans le domaine de l'information non financière au niveau national ou européen sont nécessaires pour permettre aux investisseurs de prendre des décisions d'investissement à long terme. Parmi ceux-ci, 23 répondants exigent que la divulgation des informations ESG soit vérifiée par une entité externe et indépendante ; et 21 répondants estiment qu'un groupe plus large d'entreprises devrait divulguer des informations ESG ainsi qu'un renforcement et alignement des pouvoirs d'application des informations ESG dans l'UE. Pour réduire les problèmes de comparabilité et de cohérence, la majorité des participants à l'enquête de l'ESMA (2019) a suggéré une harmonisation des normes de publication afin de permettre aux entreprises (émetteurs) de cibler les informations. Cela permettrait aux investisseurs de devenir indépendants des agences de notation et aux auditeurs de fournir plus facilement une assurance sur la publication. A l'inverse, 40% des répondants juge le champ d'application actuel de la directive du reporting extra-financier bien équilibré et approprié et il est important selon eux, de garder une certaine souplesse dans les exigences de divulgation afin de tenir compte des différences entre les entreprises et les investisseurs. Ils ajoutent qu'il serait trop tôt (après seulement deux périodes) pour évaluer le niveau d'application de la Directive et juger si elle doit être modifiée ou non. Ceci rejoint les résultats de l'étude de Stubbs et Higgings (2018), montrant que l'élaboration des rapports extra-financiers devrait être sur base volontaire ou avec un certain niveau d'obligation.

En outre, il a été souligné que si les exigences de divulgation des données ESG deviennent très détaillées, elles pourraient mettre en danger le principe de matérialité de la Directive de publication d'informations non financières (ESMA, 2019).

Le deuxième point soulevé par l'enquête d'EY (2018) (dont l'échantillon d'investisseurs professionnels est international) montre que les investisseurs ont exprimé un besoin urgent de normes comptables non financières obligatoires. 59% ont déclaré que des normes comptables obligatoires pour l'information non financière seraient très bénéfiques. De plus, les investisseurs se tournent vers les régulateurs nationaux pour mettre de l'ordre et de la discipline dans l'information non financière. Selon l'enquête, 70% des investisseurs estiment que ce sont les autorités nationales de régulation qui doivent combler l'écart entre les besoins des investisseurs en matière d'informations non financières et les informations effectivement fournies par les

émetteurs ; 60% estiment que c'est le rôle des ONG et des organisations internationales, 56% que c'est celui des investisseurs et des entreprises de gestion et 20% celui des entreprises du secteur privé. Tout ceci est confirmé à travers l'enquête de McKinsey (2019) déclarant que les investisseurs souhaitent l'obligation légale de publier des rapports de développement durable. Ils exigent plus d'uniformité dans les rapports de développement durable afin de faciliter leur analyse et choix d'investissement. En outre, 63% des investisseurs croient qu'une uniformité du cadre de référence en matière de reporting extra-financier pourrait attirer davantage de capitaux vers les stratégies d'investissement durable. 75% des investisseurs disent qu'il devrait y avoir une seule norme de rapport de développement durable et 14% uniquement un plus petit nombre de normes qui existent aujourd'hui et applicables aux rapports extra-financiers. 82% des investisseurs pensent que les entreprises devraient être tenues par la loi de publier des rapports de durabilité.

## 4. Conclusion générale

L'objectif de cette recherche était double : identifier les attentes des investisseurs institutionnels en matière de reporting extra-financier et analyser les réponses qu'y apportent les entreprises.

Pour atteindre celui-ci, nous avons tout d'abord consulté la littérature existante sur le sujet et avons établi une grille d'analyse reprenant tous les critères attendus par les investisseurs institutionnels. Ensuite, nous avons mené une méta-analyse de différents rapports d'enquêtes élaborés par diverses organisations afin d'extraire les données secondaires pertinentes en parallèle à notre grille d'analyse. Enfin, nous avons réalisé une discussion transversale de l'ensemble des résultats de cette analyse.

La revue de littérature nous a permis d'identifier les critères nécessaires pour répondre aux attentes des investisseurs institutionnels en ce qui concerne les informations divulguées dans les rapports extra-financiers des sociétés. Parmi ceux-ci, la plupart se retrouvent dans les résultats d'enquêtes des entreprises et donc correspondent à notre grille d'analyse créée préalablement à la méta-analyse. Certes, les résultats de la méta-analyse montrent que les entreprises ne prennent pas en compte tous les critères correspondant aux attentes des investisseurs institutionnels. Par conséquent, les rapports extra-financiers ne conforment pas totalement (voire pas du tout) aux attentes de ceux-ci, et ce, pour de multiples raisons.

Pour commencer, les entreprises doivent tenir compte des attentes de toutes les parties prenantes, réduisant ainsi l'attention portée aux attentes des investisseurs institutionnels. Ensuite, en se conformant à la Directive européenne sur la divulgation des données non financières qui prône la concision et la significativité des informations, elles ne peuvent divulguer des informations aussi complètes et précises qu'aimeraient les investisseurs institutionnels.

Pour terminer, la règle « comply or explain » semble encore rencontrer une résistance importante. Les entreprises mettent spontanément en avant les domaines où elles sont en accord avec les objectifs sociaux ou environnementaux en vigueur. Par contre, elles ont tendance à ne pas soulever les domaines où ce n'est pas le cas, manquant ainsi l'occasion d'expliquer les raisons de cet état de fait et les solutions qu'elles envisagent.

Par conséquent, le reporting extra-financier des entreprises devrait s'améliorer notablement pour répondre pleinement aux attentes des investisseurs et autres fournisseurs de données ESG. La Commission européenne et les gouvernements ont ici un rôle à jouer en matière de réglementations et de directives précises sur le reporting extra-financier des entreprises.

Parmi les enseignements de ce mémoire, outre les critères identifiés en matière de reporting extra-financier indispensables aux investisseurs institutionnels, nous avons décidé de retenir les principaux axes de progrès en ce qui concerne la divulgation obligatoire des informations non-financière. Selon les données issues de notre analyse, ceux-ci sont de trois ordres :

- 1) l'utilisation de normes qui garantissent une divulgation d'informations non financières comparables, fiables et pertinentes ainsi que la matérialité des informations non financières divulguées ;
- 2) l'assurance via un régime d'application et de contrôle des données pour les rapports extra-financiers ;
- 3) la réflexion sur les causes et la résolution du biais de sélection des informations non financières rapportées par les entreprises.

## 4.1 Recommandations

Suite à notre discussion transversale, nous constatons que l'application de la Directive européenne sur l'information non financière peut être considérablement améliorée. Dès lors, nous exposons ci-dessous un certain nombre de recommandations provenant de la méta-analyse et qui sont convergentes avec les recommandations formulées dans les rapports d'enquêtes que nous avons intégrés dans l'analyse.

Les recommandations sont organisées en lien avec la grille d'analyse, c'est-à-dire par ses catégories de critères **A**, **B**, **C** et **D**, à la suite des éléments retenus dans la discussion transversale.

**En ce qui concerne la catégorie A** (*Caractéristiques des informations extra-financières*), nous préconisons de détailler beaucoup plus les informations extra-financières (exposition des politiques et des objectifs établis mais aussi explication des résultats). Un meilleur équilibre au niveau des informations textuelles et chiffrées devrait aussi être recherché. Les entreprises

devraient faire apparaître clairement les liens entre les informations financières et extra-financières, comme le recommande la Commission européenne.

Pour améliorer la qualité, la pertinence et la fiabilité des données, il faut instaurer un système commun de collecte de données, un cadre de référence unique pour les divulguer et les rendre comparables ainsi que des méthodes de mesures de données beaucoup plus élaborées telles que celles des données financières.

Les entreprises doivent pouvoir expliquer et justifier tous leurs choix en matière de divulgation des données extra-financières (via le principe « *comply or explain* ») afin que les investisseurs n'en perçoivent pas une image négative. De plus, les entreprises doivent respecter le principe de matérialité et surtout éviter de faire du « *greenwashing* » (consciemment ou pas) en veillant à être transparentes sur les aspects positifs et négatifs liés aux questions ESG.

**En ce qui concerne la catégorie B** (*format et cadre du reporting*), les entreprises devraient suivre un cadre de référence afin d'augmenter la comparabilité entre entreprises et cohérence des données. Parmi les référentiels les plus cités correspondant aux attentes des investisseurs et recommandés par les rapports d'enquêtes, nous avons le GRI, les ODD (même s'il reste encore à améliorer les informations divulguées pour leur permettre d'évaluer leur engagement), le cadre SASB et enfin, le cadre de l'IIRC. Ce dernier cadre est recommandé par la majorité des rapports d'enquêtes pour répondre aux attentes des investisseurs car il aligne les données financières et extra-financières et permet une meilleure compréhension et visualisation de création de la valeur à long terme de l'entreprise et de ses enjeux. Une remarque de l'OREE (2020) doit tout de même être prise en considération: « *Viser la comparabilité absolue des données RSE de toutes les entreprises semble utopiste et non souhaitable ; s'en rapprocher avec une harmonisation partielle semble plus atteignable* ».

**Concernant la catégorie C** (*Informations d'investissement dans une perspective ISR*), il est important pour les entreprises d'expliquer les données non financières dans une perspective à long terme (les aspects ESG matériels qui pourraient avoir une incidence sur la capacité d'une entreprise à générer de la valeur à long terme, et sur les mesures prises pour les gérer).

Au niveau des politiques, les entreprises devraient communiquer davantage sur les mesures prises pour couvrir les risques (et détailler les ICP) ainsi que sur leurs résultats.

Il est recommandé aux entreprises de bien expliquer leur analyse de risques extra-financiers et d'avoir une approche systémique de ceux-ci pour comprendre les liens avec l'environnement

et la société (en tenant compte des grandes tendances globales<sup>50</sup> au niveau des risques et des opportunités).

**Enfin, concernant la catégorie D (contrôle)**, il est recommandé de rendre obligatoire la vérification externe des données partout en Europe afin de renforcer la fiabilité des données et, par extension, la confiance des investisseurs.

En conclusion, la Directive devrait renforcer et détailler ses exigences quant à la divulgation des informations non financières pour assurer la fiabilité (via une vérification externe obligatoire), la transparence, la pertinence mais aussi la comparabilité (un des critères les plus importants pour les investisseurs afin de faire leur choix d'investissement).

Promouvoir l'adoption d'un ensemble international de normes de divulgation de données ESG permettrait une harmonisation internationale du rapport extra-financier. Si celles-ci sont renforcées, cela tendrait vers les mêmes exigences que celles des informations financières comme le souhaitent les investisseurs. Des modifications concernant les exigences de la directive du rapport extra-financier pourraient combler cet écart.

Dès lors, il est recommandé d'adopter le cadre du reporting intégré : l'IIRC pour les rapports extra-financiers afin que les données financières et extra-financières soient cohérentes et avec une vision à long terme.

Malgré le fait que l'information non financière semble s'orienter de plus en plus vers le modèle de l'information financière, visant à être mieux considérée par les investisseurs, un écart d'attentes persiste pourtant entre les utilisateurs et les émetteurs (entreprises) d'informations extra-financières. Les investisseurs (institutionnels) mais aussi les sociétés de gestion ou les agences de notation extra-financière, sont de plus en plus demandeurs d'informations non-financières de qualité<sup>51</sup>.

De plus, en invitant les parties prenantes à la construction du rapport extra-financier, les entreprises peuvent engager un dialogue avec les investisseurs, et ceux-ci pourront exprimer toute préoccupation sociale à percevoir dans celui-ci. En fin de compte, accroître les exigences de la directive renforcerait le passage à un système financier plus durable. Elle assurerait également la protection des investisseurs vis-à-vis des risques liés à une transparence limitée (ou sélective) des entreprises sur les critères non financiers (pouvant avoir une incidence sur

---

<sup>50</sup> Les tendances macro-économiques et le contexte social, environnemental ou sociétal pouvant impacter les activités et le cœur de métier de l'entreprise.

<sup>51</sup> De qualité signifie ici le sens global reprenant tous les critères de la catégorie A de la grille d'analyse.

leur entreprise) et les disposerait ainsi à prendre les meilleures décisions d'investissement respectant leurs valeurs et leurs besoins tels que le choix de titres d'entreprises socialement responsables.

## 4.2 Limites

Au niveau des limites de notre recherche, nous pourrions citer celles de notre méthodologie. Notre méta-analyse, notamment, repose sur des études qui sont dans certains cas hétérogènes. En effet, nous avons constaté dans quelques enquêtes des désaccords au niveau des critères analysés. Bien que cela puisse apporter des éléments complémentaires, il n'a pas toujours été facile d'en tirer des conclusions globales.

Ensuite, certaines variables n'étaient pas comparables à cause notamment du périmètre de l'étude internationale.

Enfin, le choix de nos études a été limité au nombre de douze afin de ne pas déstabiliser le lecteur avec un surplus d'informations.

## 4.3 Perspectives

La Directive européenne sur la divulgation des informations non financières par les entreprises a été révisée (via une consultation publique du 20 février 2020 au 11 juin 2020) et son adoption par la Commission est prévue pour le quatrième trimestre 2020. Celle-ci devrait améliorer le reporting extra-financier des entreprises en incluant des informations plus complètes et de meilleure qualité sur leurs performances et leur impact social et environnemental. Elle devrait répondre de façon adéquate aux attentes des investisseurs institutionnels.

Cette révision a eu lieu dans le contexte de la stratégie de la Commission européenne visant à renforcer les principes de l'investissement durable. Après sa mise en application, une enquête quantitative pourrait être menée auprès des acteurs financiers (investisseurs institutionnels, sociétés de gestion et agences de notation extra-financière) pour déterminer si le reporting des entreprises répond désormais à l'ensemble des critères importants à leurs yeux.





## 5. Annexes

### Annexe 1 :

Tableau 1

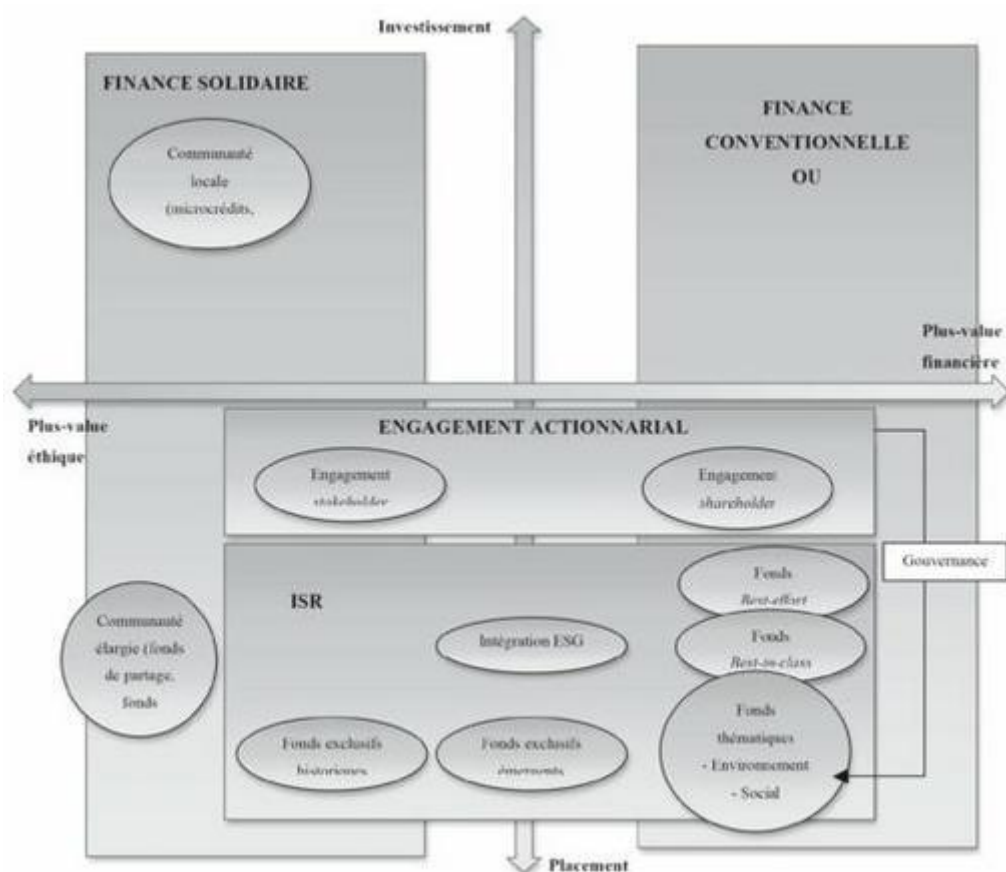
Années	Nombre et type de rapports produits
1993 à 1999	« Moins de 100 annuellement à plus de 500 rapports »
2000	« Plus de 1500 rapports dans le monde entier »
2004	« Moins de 600 rapports faisaient référence ou utilisaient les lignes directrices de la Global Reporting Initiative (GRI) ».
2006 à 2011	« Le nombre d'entreprises ayant adopté la GRI passent de 22 % à 58 % ».
2015	« La base de données de rapports de développement durable du GRI contient près de 25 000 rapports, provenant de plus de 7 500 organisations. »
2020	Aujourd'hui, la base de données de rapports du GRI est de 36 006, le nombre de rapports de développement durable en général est de 60 594 et le nombre d'entreprises est égal à 14 501 <sup>52</sup> .

Source : Caron et al. (2016).

---

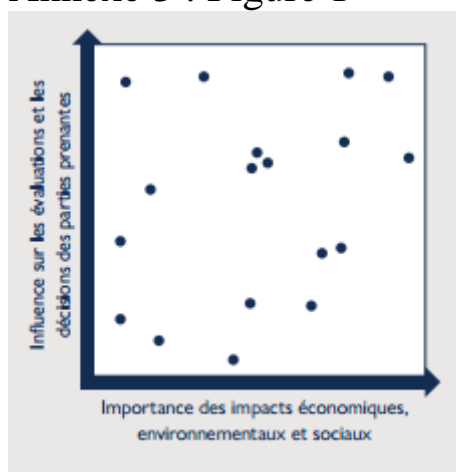
<sup>52</sup> GRI, <https://database.globalreporting.org/> (consulté le 17 avril 2020).

## Annexe 2 : Schéma du spectre d'investissement



Source : Revelli, C. (2012). La place de l'investissement socialement responsable (ISR) dans le champ de la finance durable : proposition d'une grille de lecture. *La Revue des Sciences de Gestion*, 258(6), 43-49. doi:10.3917/rsg.258.0043.

## Annexe 3 : Figure 1



Source : The Global Sustainability Standards Board (GSSB) (2016).

## Annexe 4 : Considérant 9 de la directive Européenne 2014

Selon l'article 1 de la directive 2014/95/UE concernant la publication d'informations non financières, celui-ci émet que les organisations « [...] peuvent s'appuyer sur des cadres nationaux, de l'Union ou internationaux et, dans une telle hypothèse, [...] indiquent les cadres sur lesquels elles se sont appuyées ».

« Pour fournir ces informations, les grandes entreprises relevant de la présente directive peuvent s'appuyer sur des cadres nationaux, sur les cadres de l'Union, tels que le système de management environnemental et d'audit (EMAS), ou sur des cadres internationaux, tels que le pacte mondial des Nations unies, les principes directeurs relatifs aux entreprises et aux droits de l'homme mettant en œuvre le cadre de référence "protéger, respecter et réparer" des Nations unies, les principes directeurs de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) à l'intention des entreprises multinationales, la norme ISO 26000 de l'Organisation internationale de normalisation, la déclaration de principes tripartite sur les entreprises multinationales et la politique sociale de l'OIT, la "Global Reporting Initiative" ou d'autres cadres internationaux reconnus. »

Source : Commission Européenne, (2017). « Communication de la Commission — Lignes directrices sur l'information non financière (méthodologie pour la communication d'informations non financières) ».

[https://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/legal/lignes\\_directrices\\_sur\\_linformation\\_non\\_financiere.pdf](https://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/legal/lignes_directrices_sur_linformation_non_financiere.pdf)

Annexe 5 : Comparaison entre le rapport de développement durable (SR) et le rapport intégré (IR) (Tableau 2)

Components	Sustainability Reporting (SR)	Integrated Reporting (IR)
Primary Audience	Stakeholders	Shareholders
Main Focus	Measuring impacts (value protection)	Value Creation – short, medium and
Perspectives	Backward -Looking	Forward Looking
Capitals	Natural Capital	Multiple Capitals
Material Principle	Aspects that should be covered: <ul style="list-style-type: none"> <li>Organisation significant impacts : social, environmental and economic or</li> <li>Control elements for decision- making and</li> </ul>	Organisations capability to create value by changing the assessments of financial capital providers

Source: Yusof et al., (2018).

Annexe 6 : Illustration des 17 objectifs du développement durable- ODD (Figure 2)



Source : Nations Unies, (s.d.).

## Annexe 7 : Tableau 3 : Approche obligatoire ou volontaire en matière de rapports intégrés selon les parties prenantes

Stakeholder group	Invited/ accepted	Code	Job title	Mandatory	Some level of regulation	Voluntary
Regulators	5/3	Reg1	Executive General Manager			✓
		Reg2	Commissioner			✓
		Reg3	Chief Compliance Officer			✓
Standard Setters	2/2	SS1	Chairman & CEO			✓
		SS2	Chairman & CEO			✓
Industry bodies and professional associations representing the financial services industry, shareholders, superannuation funds, company secretaries, company directors and accounting professionals	8/6	IB1	Senior Policy Advisory			✓
		IB2	Non-Executive Director	✓		
		IB3	Chief Financial Officer		✓	
		IB4	Chief Operating Officer		✓	
		IB5	National Director			✓
		IB6	Head of Corporate Governance			✓
Accounting firms	4/3	AF1	Lead Partner		✓	
		AF2	Partner			✓
		AF3	Partner			✓
Financial investment stakeholders including debt providers, asset owners, fund managers, asset consultants, proxy advisors, Environmental, Social & Governance (ESG) advisory firms and brokers	13/8	FS1	Head of Sustainability Governance & Risk		✓	
		FS2	Sustainability Manager	✓		
		FS3	Head of ESG Research			✓
		FS4	Manager of Governance & Sustainable Invest.	✓		
		FS5	Head of Responsible Investment		✓	
		FS6	Head, Responsible Investment		✓	
		FS7	Executive Manager	✓		
		FS8	ESG Engagement Manager	✓		
Total	32/22			5	6	11

Source : Stubbs et Higgins, (2018).

## Annexe 8 : Tableau 4

Problem the initiative aims to tackle
<p>This initiative aims to address the following <b>problems</b>:</p> <p>(1) There is inadequate publicly available information about how non-financial issues, and sustainability issues in particular, impact companies, and about how companies themselves impact society and the environment. In particular:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a. Reported non-financial information is not sufficiently comparable or reliable.</li> <li>b. Companies do not report all non-financial information that users think is necessary, and many companies report information that users do not think is relevant.</li> <li>c. Some companies from which investors and other users want non-financial information do not report such information.</li> <li>d. It is hard for investors and other users to find non-financial information even when it is reported.</li> </ul> <p>(2) Companies incur unnecessary and avoidable costs related to reporting non-financial information. Companies face uncertainty and complexity when deciding what non-financial information to report, and how and where to report such information. In the case of some financial sector companies, this complexity may also arise from different disclosure requirements contained in different pieces of EU legislation. Companies are under pressure to respond to additional demands for non-financial information from sustainability rating agencies, data providers and civil society, irrespective of the information that they publish as a result of the NFRD.</p> <p>These problems have the following <b>consequences</b>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Investors cannot take sufficient account of sustainability-related risks and opportunities, or of the social and environmental impacts of their investments. As a result, there are systemic risks to the economy from investments that do not adequately price in sustainability-related risks, and there are inadequate capital flows to companies that contribute to resolving sustainability-related problems.</li> <li>• Civil society organisations, trade unions and others cannot effectively hold companies to account for their impacts on society and the environment, which in turn creates an accountability deficit and can undermine trust in companies and in the social market economy.</li> <li>• The EU Single Market does not fully exploit its potential to deliver on the European Green Deal and contribute to the Sustainable Development Goals.</li> </ul> <p>The <b>underlying drivers</b> of these problems arise from regulatory and market failures. The reporting requirements in the NFRD are not detailed, are difficult to enforce, leave a lot of discretion to reporting companies, and do not apply to some companies from which users say they need information. Market pressures on their own have not proven to be sufficient to ensure that companies report the non-financial information that users say they need. The market is characterised by a number of overlapping and sometimes inconsistent private non-financial reporting frameworks and standards, and companies face significant challenges in deciding whether and to what extent they should use these different frameworks and standards.</p>

Source: Commission Européenne, (2020).

## Annexe 9 : Les trois dimensions

*« 1. Élimination de l'éco-blanchiment (allégations non étayées ou trompeuses concernant les caractéristiques et les avantages de durabilité d'un produit d'investissement) et renforcement de la sensibilisation du marché aux questions de durabilité.*

*2. Neutralité réglementaire : les règles mettent en place une boîte à outils de communication à appliquer de la même manière par les différents acteurs des marchés financiers. Les trois autorités européennes de surveillance (AES), et en particulier le comité mixte de ces dernières, assureront la convergence et l'harmonisation accrues des informations à fournir dans tous les secteurs concernés.*

*3. Conditions équitables: le règlement couvre les secteurs suivants des services financiers: i) les fonds d'investissement; ii) les produits d'investissement fondés sur l'assurance (produits d'assurance-vie comportant des éléments d'investissement, disponibles en tant que polices individuelles ou polices de groupe); iii) les régimes de retraite privés et professionnels; iv) la gestion individuelle de portefeuilles; et v) les conseils en matière d'assurance et d'investissement. »<sup>53</sup>*

Source: Bahrke, J., et Lupini, L. (2019).

---

<sup>53</sup>Commission Européenne. (2019). Consulté le 30 avril sur la page [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP\\_19\\_1571](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP_19_1571)



# Annexe 10: Loi belge

83180

MONITEUR BELGE — 11.09.2017 — BELGISCH STAATSBAD

SERVICE PUBLIC FEDERAL ECONOMIE,  
P.M.E., CLASSES MOYENNES ET ENERGIE

[C - 2017/20487]

3 SEPTEMBRE 2017. — Loi relative à la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes sociétés et certains groupes (1)

PHILIPPE, Roi des Belges,  
A tous, présents et à venir, Salut.

La Chambre des représentants a adopté et Nous sanctionnons ce qui suit:

## CHAPITRE 1<sup>er</sup>. — Dispositions générales

Article 1<sup>er</sup>. La présente loi s'applique visée à l'article 74 de la Constitution.

## CHAPITRE 2. — Transposition de la directive

Art. 2. La présente loi transpose la directive européenne 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes.

## CHAPITRE 3. — Modifications du Code des sociétés

Art. 3. A l'article 94 du Code des sociétés, inséré par la loi du 4 avril 2010 et modifié par les lois des 28 juillet 2011 et 18 décembre 2015, les modifications suivantes sont apportées:

1<sup>er</sup> au § 2, alinéa 1<sup>er</sup>, le 6<sup>e</sup> est remplacé comme suit:

"6<sup>e</sup> une description:

a) de la politique de diversité appliquée aux membres du conseil d'administration, aux membres du comité de direction, aux autres dirigeants et aux délégués à la gestion journalière de la société;

b) des objectifs de cette politique de diversité;

c) des modalités de mise en œuvre de cette politique;

d) des résultats de cette politique au cours de l'exercice.

A défaut d'une politique de diversité, la société en explique les raisons dans la déclaration.

La description comprend en tout état de cause un aperçu des efforts consentis afin qu'au moins un tiers des membres du conseil d'administration soient de sexe différent de celui des autres membres."

2<sup>e</sup> au § 2, alinéa 2, les mots "1<sup>er</sup>, 2<sup>e</sup> et 5<sup>e</sup>" sont remplacés par les mots "1<sup>er</sup>, 2<sup>e</sup>, 5<sup>e</sup> et 6<sup>e</sup>, alinéas 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup>."

3<sup>e</sup> le deuxième alinéa du paragraphe 2 est complété par la phrase suivante:

"La disposition reprise au point 6<sup>e</sup>, alinéas 1<sup>er</sup> et 2, du premier alinéa ne s'applique pas pour les sociétés qui ne dépassent pas plus d'un des critères visés à l'article 16, § 1<sup>er</sup>, à condition que ces critères soient calculés sur la base individuelle, à moins que cette société ne soit une société mère."

4<sup>e</sup> l'article est complété par un paragraphe 4, rédigé comme suit:

"§ 4. Le présent paragraphe s'applique aux sociétés qui répondent à toutes les conditions suivantes:

1<sup>o</sup> la société est une entité d'intérêt public, visée à l'article 4/1;

2<sup>o</sup> la société dépasse, à la date de bilan du dernier exercice closuré, le critère du nombre moyen de 500 salariés sur l'exercice;

3<sup>o</sup> la société dépasse, à la date de bilan du dernier exercice closuré, au moins un des deux critères suivants, à condition que ces critères soient calculés sur la base individuelle, sauf s'il s'agit d'une société mère:

a) le total du bilan, visé à l'article 16, § 1<sup>er</sup>;

b) le chiffre d'affaires annuel, visé à l'article 16, § 1<sup>er</sup>.

Pour le calcul du nombre moyen annuel des salariés, l'article 15, § 5, est d'application.

FEDERALE OVERHEIDSDIENST ECONOMIE,  
K.M.O., MIDDENSTAND EN ENERGIE

[C - 2017/20487]

3 SEPTEMBER 2017. — Wet betreffende de bekendmaking van niet-financiële informatie en informatie inzake diversiteit door bepaalde grote vennootschappen en groepen (1)

FILIP, Koning der Belgen.

Aan allen die nu zijn en hierna wezen zullen, Onze Groet.

De Kamer van volksovergenamevaardigers heeft aangenomen en Wij bekrachtigen hetgeen volgt:

## HOOFDSTUK 1. — Algemene bepaling

Artikel 1. Deze wet regelt een aangelegenheid als bedoeld in artikel 74 van de Grondwet.

## HOOFDSTUK 2. — Omzetting van de richtlijn

Art. 2. Deze wet voorziet in de omzetting van de Europese richtlijn 2014/95/EU van het Europees Parlement en van de Raad van 22 oktober 2014 tot wijziging van de Richtlijn 2013/34/EU met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie en informatie inzake diversiteit door bepaalde grote ondernemingen en groepen.

## HOOFDSTUK 3. — Wijzigingen van het Wetboek van vennootschappen

Art. 3. In artikel 96 van het Wetboek van vennootschappen, ingevoegd bij de wet van 4 april 2010 en gewijzigd bij de wetten van 28 juli 2011 en 18 december 2015, worden de volgende wijzigingen aangebracht:

1<sup>e</sup> in § 2, eerste lid, wordt de bepaling onder 6<sup>e</sup> vervangen als volgt:

"6<sup>e</sup> een beschrijving van:

a) het diversiteitsbeleid dat wordt gevoerd met betrekking tot de leden van de raad van bestuur, de leden van het directiecomité, de andere leiders en de personen belast met het dagelijks bestuur van de vennootschap;

b) de doelstellingen van dit diversiteitsbeleid;

c) de wijze van tenuitvoerlegging van dit beleid;

d) de resultaten van dit beleid over het boekjaar.

Indien de vennootschap geen diversiteitsbeleid voert, zet zij in de verklaring uitom waarom dit het geval is.

De beschrijving bevat in ieder geval een overzicht van de ondernemingen inspanningen om er voor te zorgen dat ten minste één derde van de leden van de raad van bestuur van een ander geslacht is dan dat van de overige leden."

2<sup>e</sup> in § 2, tweede lid, worden de woorden "1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup> en 5<sup>o</sup>" vervangen door de woorden "1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup>, 5<sup>o</sup> en 6<sup>o</sup>, eerste en tweede lid;"

3<sup>e</sup> het tweede lid in paragraaf 2 wordt aangevuld met de volgende zin:

"De bepaling onder 6<sup>e</sup>, eerste en tweede lid, van het eerste lid is niet van toepassing voor de vennootschappen die niet meer dan één van de in artikel 16, § 1, vermelde criteria overschrijden, met dien verstande dat deze criteria berekend worden op enkelvoudige basis, tenzij deze vennootschap een moedervennootschap is."

4<sup>e</sup> het artikel wordt aangevuld met een paragraaf 4, luidende:

"§ 4. Deze paragraaf is van toepassing voor vennootschappen die voldoen aan al de volgende voorwaarden:

1<sup>o</sup> de vennootschap is een organisatie van openbaar belang, als bedoeld in artikel 4/1;

2<sup>o</sup> de vennootschap overschrijdt op de balansdatum van het laatste afgesloten boekjaar de drempel van een gemiddeld personeelsbestand van 500 werknemers gedurende het boekjaar;

3<sup>o</sup> de vennootschap overschrijdt op de balansdatum van het laatste afgesloten boekjaar minstens één van de twee volgende criteria met dien verstande dat deze criteria berekend worden op enkelvoudige basis, tenzij deze vennootschap een moedervennootschap is:

a) het balansotaal, als bedoeld in artikel 16, § 1;

b) de jaarcasazet, als bedoeld in artikel 16, § 1.

Voor de berekening van het jaargemiddelde van het personeelsbestand is artikel 15, § 5, van toepassing.

Dans la mesure nécessaire à la compréhension de l'évolution des affaires, des performances, de la situation de la société et des incidences de ses activités, relatives au moins aux questions sociales, environnementales et de personnel, de respect des droits de l'homme et de lutte contre la corruption, le rapport annuel, visé à l'article 95, comprend une déclaration qui comporte les informations suivantes:

- a) une brève description des activités de la société;
- b) une description des politiques appliquées par la société en ce qui concerne ces questions, y compris les procédures de diligence raisonnable mises en œuvre;
- c) les résultats de ces politiques;
- d) les principaux risques liés à ces questions en rapport avec les activités de la société, y compris, lorsque cela s'avère pertinent et proportionné, les relations d'affaires, les produits ou les services de la société, qui sont susceptibles d'entraîner des incidences négatives dans ces domaines, et la manière dont la société gère ces risques;
- e) les indicateurs clés de performance de nature non financière concernant les activités en question.

Pour l'établissement de la déclaration non financière, la société s'appuie sur des référentiels européens et internationaux reconnus. Elle indique dans la déclaration sur quel(s) référentiel(s) elle s'est appuyée.

Le Roi peut établir une liste de référentiels européens et internationalement reconnus et des procédures de diligence raisonnable sur lesquels la société peut s'appuyer.

La déclaration non financière contient, le cas échéant, également les renvois pertinents aux montants financiers indiqués dans les comptes annuels et des explications supplémentaires y afférentes.

Lorsque la société n'applique pas de politique en ce qui concerne une ou plusieurs de ces questions, la déclaration non financière comprend une explication claire et motivée des raisons justifiant cette non-application.

Dans des cas exceptionnels, l'organe d'administration de la société peut décider d'omettre dans la déclaration des informations déterminées lorsque, si de l'avis dûment motivé de l'organe d'administration et au titre de leur responsabilité collective quant à cet avis, la publication de ces informations pourrait nuire gravement à la position commerciale de la société, à condition que l'omission de ces informations ne fasse pas obstacle à une compréhension juste et équilibrée de l'évolution des affaires, des performances, de la situation de la société et des incidences de son activité.

La société qui a établi et publié une déclaration non financière, est réputée avoir satisfait à l'obligation prévue dans le paragraphe 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, alinéa 2.

La société qui est également une filiale, visée à l'article 6, est exemptée des obligations prévues au présent paragraphe, lorsqu'elle est comprise dans le rapport de gestion sur les comptes consolidés, établi par la société mère conformément à l'article 119, § 2.

La société qui a établi la déclaration non financière sur le même exercice dans un rapport distinct est exemptée de l'obligation d'établir une déclaration non financière dans le rapport annuel. Dans ce cas, le rapport annuel contient une mention selon laquelle la déclaration non financière est établie dans un rapport distinct. Ce rapport distinct est joint au rapport annuel.

Art. 4. A l'article 100, paragraphe 1<sup>er</sup>, du même Code, il est inséré un 6<sup>o</sup>/3, rédigé comme suit:

"6<sup>o</sup>/3. Pour les sociétés dans lesquelles les pouvoirs publics ou une ou plusieurs personnes morales de droit public exercent un contrôle tel que défini à l'article 3: un rapport de rémunération donnant un aperçu, sur une base individuelle, du montant des rémunérations et autres avantages, tant en espèces qu'en nature, accordés directement ou indirectement, pendant l'exercice social faisant l'objet du rapport de gestion, aux administrateurs non exécutifs ainsi qu'aux administrateurs exécutifs pour ce qui concerne leur mandat en tant que membre du conseil d'administration, par la société ou une société qui fait partie du périmètre de consolidation de cette société."

In de mate waarin zulks noodzakelijk is voor een goed begrip van de ontwikkeling, de resultaten en de positie van de vennootschap alsmede van de effecten van zijn activiteiten die minstens betrekking hebben op de sociale, de personeels- en milieuaangelegenheden, de eerbiediging van mensenrechten en de bestrijding van corruptie en omkoping, bevat het jaarverslag, als bedoeld in artikel 95, een verklaring met de volgende informatie:

- a) een korte beschrijving van de activiteiten van de vennootschap;
- b) een beschrijving van het door de vennootschap gevoerde beleid met betrekking tot deze aangelegenheden, waaronder de toegepaste zorgvuldigheidsprocedures;
- c) de resultaten van dit beleid;
- d) de voornaamste risico's die verbonden zijn aan deze aangelegenheden in verband met de bedrijfsactiviteiten van de vennootschap, waaronder, waar relevant en evenredig, haar zakelijke betrekkingen, producten of diensten van de vennootschap die deze gebieden mogelijk negatief kunnen beïnvloeden, en hoe de vennootschap deze risico's beheert;
- e) de niet-financiële essentiële prestatie-indicatoren die relevant zijn voor de specifieke bedrijfsactiviteiten.

Voor het opmaken van de verklaring van niet-financiële informatie baseert de vennootschap zich op Europese en internationale relevante referentiemodellen. Zij vermeldt in de verklaring op welke(n) model(len) zij zich heeft gebaseerd.

De Koning kan een lijst opmaken met de Europese en internationaal erkende referentiemodellen en de zorgvuldigheidsprocedures waarop de vennootschap zich mag baseren.

Waar dit passend wordt geacht, bevat de verklaring van niet-financiële informatie tevens de relevante verwijzingen naar en aanvullende uitleg over de financiële bedragen in de jaarrekeningen.

Wanneer de vennootschap geen beleid voert met betrekking tot één of meerdere van deze aangelegenheden, bevat de niet-financiële verklaring een duidelijke en gemotiveerde toelichting waarom zij dit niet doet.

In uitzonderlijke gevallen kan het bestuursorgaan van de vennootschap beslissen om bepaalde informatie niet op te nemen in de verklaring, indien de rapportering van die informatie de naar de behoorlijk gerechtvaardigde opvoeding van het bestuursorgaan en met collectieve verantwoordelijkheid voor dit standpunt, ernstige schade zou kunnen berokkenen aan de commerciële positie van de vennootschap, mits het weglaten van deze informatie een getrouw beeld en evenwichtig begrip van de ontwikkeling, de resultaten en de positie van de vennootschap alsmede van de effecten van haar activiteiten niet in de weg staat.

De vennootschap die een verklaring van niet-financiële informatie heeft opgesteld en openbaar gemaakt, wordt geacht te hebben voldaan aan de in paragraaf 1, 1<sup>o</sup>, tweede lid, opgenomen verplichting.

De vennootschap die tevens een dochtervennootschap is, als bedoeld in artikel 6, wordt vrijgesteld van de verplichtingen bepaald in deze paragraaf, wanneer zij al in het jaarverslag over de geconsolideerde jaarcijfers is opgenomen door de moedervennootschap, overeenkomstig artikel 119, § 2.

De vennootschap die de verklaring van niet-financiële informatie over hetzelfde boekjaar in een afzonderlijk verslag heeft opgesteld, wordt vrijgesteld van de verplichting om de niet-financiële informatie in het jaarverslag op te nemen. Het jaarverslag maakt in dit geval melding dat de verklaring van niet-financiële informatie in een afzonderlijk verslag is opgenomen. Dit afzonderlijk verslag wordt bij het jaarverslag als bijlage gevoegd."

Art. 4. In artikel 100, § 1, van hetzelfde wetboek wordt een bepaling onder 6<sup>o</sup>/3 ingevoegd, luidend als volgt:

"6<sup>o</sup>/3. Voor de vennootschappen waarin de overheid of één of meer publiekrechtelijke rechtspersonen een controle uitoefent zoals gedefinieerd in artikel 3: een remuneratieverslag met een overzicht, op individuele basis, van het bedrag van de remuneratie en andere betaalde voordelen, zowel in specie als in natura, die, rechtstreeks of onrechtstreeks, door de vennootschap of een vennootschap die tot de consolidatiekring van de vennootschap behoort, aan niet-uitvoerende bestuurders en de uitvoerende bestuurders wat betreft hun mandaat als lid van de raad van bestuur tijdens het door het jaarverslag behandelde boekjaar werden toegekend."

Art. 8. L'article 119 du même code, modifié en dernier lieu par la loi du 6 avril 2010, dont le texte actuel formera le paragraphe 1<sup>er</sup>, est complété par un paragraphe 2, rédigé comme suit:

"§ 2. Le présent paragraphe s'applique aux sociétés qui répondent à toutes les conditions suivantes:

1<sup>o</sup> la société est une société mère, visée à l'article 6, 1<sup>o</sup>;

2<sup>o</sup> la société est une entité d'intérêt public, visée à l'article 4/1;

3<sup>o</sup> la société dépasse, à la date de bilan du dernier exercice closuré, et sur une base consolidée, le critère du nombre moyen de 500 salariés sur l'exercice.

Pour le calcul du nombre moyen annuel des salariés, l'article 16, § 3, est d'application.

Dans la mesure nécessaire à la compréhension de l'évolution des affaires, des performances, de la situation du groupe et des incidences de son activité, relatives au moins aux questions sociales, environnementales et de personnel, de respect des droits de l'homme et de lutte contre la corruption, le rapport de gestion sur les comptes consolidés, visé au paragraphe 1<sup>er</sup>, comprend une déclaration qui comporte les informations suivantes:

a) une brève description des activités du groupe;

b) une description des politiques appliquées par le groupe en ce qui concerne ces questions, y compris les procédures de diligence raisonnable mises en œuvre;

c) les résultats de ces politiques;

d) les principaux risques liés à ces questions en rapport avec les activités du groupe, y compris, lorsque cela s'avère pertinent et proportionné, les relations d'affaires, les produits ou les services du groupe, qui sont susceptibles d'entraîner des incidences négatives dans ces domaines, et la manière dont le groupe gère ces risques;

e) les indicateurs clés de performance de nature non financière concernant les activités en question.

Pour l'établissement de la déclaration non financière consolidée, la société mère s'appuie sur des référentiels européens et internationaux reconnus. Elle indique dans la déclaration sur quel(s) référentiel(s) elle s'est appuyée.

Le Roi peut établir une liste de référentiels européens et internationaux et des procédures de diligence raisonnable sur lesquels la société mère peut s'appuyer.

La déclaration non financière consolidée contient, le cas échéant, également les renvois pertinents aux montants financiers indiqués dans les comptes consolidés et des explications supplémentaires y afférentes.

Lorsque le groupe n'applique pas de politique en ce qui concerne une ou plusieurs de ces questions, la déclaration non financière consolidée comprend une explication claire et motivée des raisons justifiant cette non-application.

Dans des cas exceptionnels, l'organe d'administration de la société mère peut décider d'omettre dans la déclaration des informations déterminées, lorsque, si de l'avis dûment motivé de l'organe d'administration et au titre de leur responsabilité collective quant à cet avis, la publication de ces informations pourrait nuire gravement à la position commerciale du groupe, à condition que l'omission de ces informations ne fasse pas obstacle à une compréhension juste et équilibrée de l'évolution des affaires, des performances, de la situation du groupe et des incidences de son activité.

La société mère qui a établi et publié une déclaration non financière consolidée, est réputée avoir satisfait à l'obligation prévue dans le paragraphe 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup>, alinéa 2.

La société mère qui est également une filiale visée à l'article 6, est exemptée des obligations prévues au présent paragraphe, lorsqu'elle et ses filiales sont comprises dans le rapport de gestion sur les comptes consolidés établi par la société mère, conformément au présent paragraphe.

Art. 8. Artikel 119 van hetzelfde wetboek, laatst gewijzigd bij de wet van 6 april 2010, waarvan de bestaande tekst paragraaf 1 zal vormen, wordt aangevuld met een paragraaf 2, luidende:

"§ 2. Deze paragraaf is van toepassing voor vennootschappen die voldoen aan al de volgende voorwaarden:

1<sup>o</sup> de vennootschap is een moedervennootschap, als bedoeld in artikel 6, 1<sup>o</sup>;

2<sup>o</sup> de vennootschap is een organisatie van openbaar belang, als bedoeld in artikel 4/1;

3<sup>o</sup> de vennootschap overschrijdt op balansdatum van het laatst afgesloten boekjaar en op geconsolideerde basis de drempel van een gemiddeld personeelsbestand van 500 werknemers gedurende het boekjaar.

Voor de berekening van het jaargemiddelde van het personeelsbestand is artikel 16, § 3, van toepassing.

In de mate waarin zulks noodzakelijk is voor een goed begrip van de ontwikkeling, de resultaten en de positie van de groep alsmede van de effecten van zijn activiteiten die minstens betrekking heeft op de sociale, de personeels- en milieu-aangelegenheden, de verbodiging van mensenrechten en de bestrijding van corruptie en omkoping, bevat het jaarverslag over de geconsolideerde jaarrekening, als bedoeld in paragraaf 1 een verklaring met de volgende informatie:

a) een korte beschrijving van de activiteiten van de groep;

b) een beschrijving van het door de groep gevoerde beleid met betrekking tot deze aangelegenheden, waaronder de toegepaste zorgvuldigheidsprocedures;

c) de resultaten van dit beleid;

d) de voornaamste risico's die verbonden zijn aan deze aangelegenheden in verband met de bedrijfsactiviteiten van de groep, waaronder, waar relevant en evenredig, zijn zakelijke betrekkingen, producten of diensten van de groep die deze gebieden mogelijk negatief kunnen beïnvloeden, en hoe de groep deze risico's beheert;

e) de niet-financiële essentiële prestatie-indicatoren die relevant zijn voor de specifieke bedrijfsactiviteiten.

Voor het opmaken van de geconsolideerde verklaring van niet-financiële informatie baseert de moedervennootschap zich op Europese en internationale erkende referentiemodellen. Zij vermeldt in de verklaring op welk(e) model(len) zij zich heeft gebaseerd.

De Koning kan een lijst opmaken met de Europese en internationale referentiemodellen en zorgvuldigheidsprocedures waarop de moedervennootschap zich mag baseren.

Waar dit passend wordt geacht, bevat de geconsolideerde verklaring van niet-financiële informatie tevens de relevante verwijzingen naar en aanvullende uitleg over de financiële bedragen in de geconsolideerde jaarrekeningen.

Wanneer de groep geen beleid voert met betrekking tot één of meerdere van deze aangelegenheden, bevat de geconsolideerde verklaring van niet-financiële informatie een duidelijk en gemotiveerde toelichting waarom zij dit niet doet.

In uitzonderlijke gevallen kan het bestuursorgaan van de moedervennootschap beslissen om bepaalde informatie niet op te nemen in de verklaring, indien de openbaarmaking van die informatie de naar de behoorlijk gerechtvaardigde opvatting van het bestuursorgaan en met collectieve verantwoordelijkheid voor dit standpunt, ernstige schade zou berokkenen aan de commerciële positie van de groep, mits het weglaten van deze informatie een getrouwe beeld en evenwichtig begrip van de ontwikkeling, de resultaten en de positie van de groep alsmede van de effecten van zijn activiteiten niet in de weg staat.

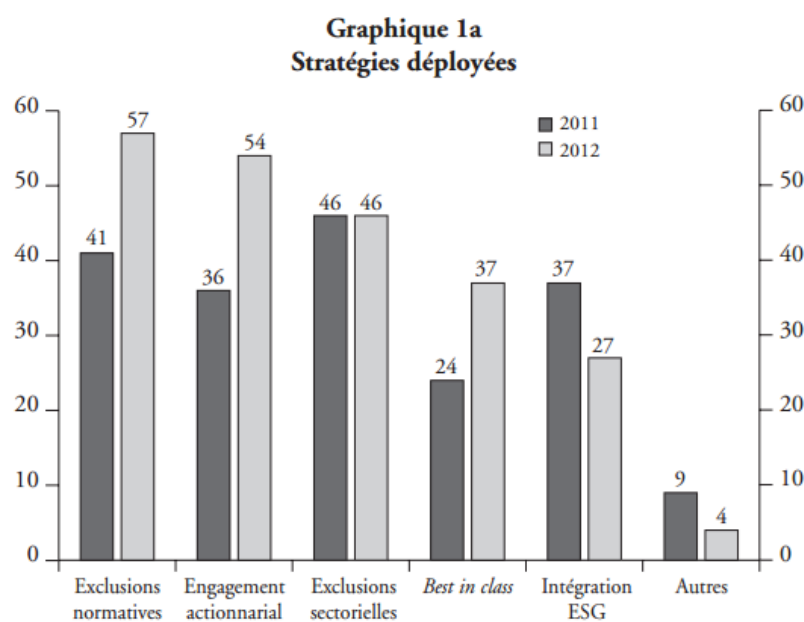
De moedervennootschap die een geconsolideerde verklaring van niet-financiële informatie heeft opgesteld en openbaar gemaakt, wordt geacht te hebben voldaan aan de in paragraaf 1, 1<sup>o</sup>, tweede lid, opgenomen verplichting.

De moedervennootschap die tevens een dochtervennootschap is, als bedoeld in artikel 6, wordt vrijgesteld van de verplichtingen onder deze paragraaf wanneer zij en haar dochtervennootschappen al in het jaarverslag over de geconsolideerde jaarrekening zijn opgenomen door de moedervennootschap, overeenkomstig deze paragraaf.

Source : Moniteur belge (2017).

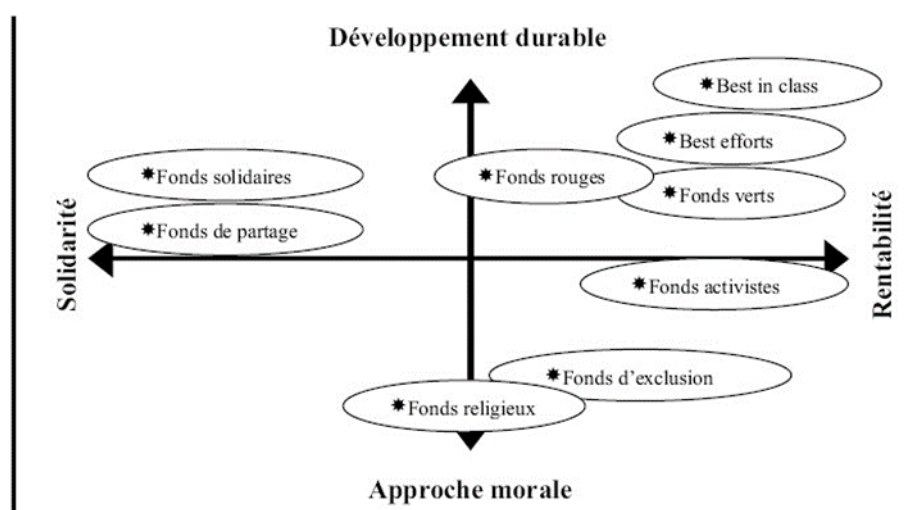
## Annexe 11 : Graphique 1

### Principales approches des investisseurs institutionnels européens (en %)



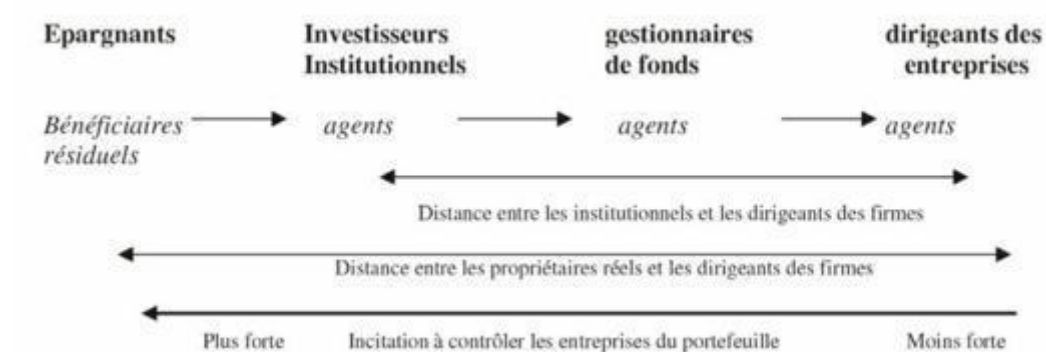
Source : Novethic, (2012).

## Annexe 12 : Graphique 2



Source : Le Saout et Buscot (2009)

## Annexe 13 : Schéma distanciation et contrôle par les agents



Source: Rubach Michael Joseph. The changing face of corporate ownership : Do institutional owners affect firm performance ?, Ph. D. The Graduate College at the University of Nebraska. 1997.

## Annexe 14 : Synthèse des différentes enquêtes étudiées (Tableau 9)

Nom de l'organisation	Titre	Date	Lieu	Echantillon	Objet
FSMA	« Respect par les sociétés cotées belges des obligations de publication d'une déclaration non financière »	2019	Belgique	56 sociétés cotées belges (soumises à l'obligation de reporting) (14 entreprises de l'indice BEL 20, 36 sociétés cotées sur le segment continu et 4 sur le marché du fixing d'Euronext).	Etude, constat et amélioration des déclarations non financières des rapports financiers annuels 2017 des entreprises cotées belges.
AMF	« Rapport sur la responsabilité sociale, sociétale et environnementale des sociétés cotées »	2019	France	24 rapports intégrés de sociétés françaises cotées (19 entreprises du CAC40 et 5 de l'indice SBF120)	L'état des lieux du reporting extra-financier (exercice 2018), et en particulier, de l'obligation de l'élaboration de la DPEF.
ESMA (L'autorité européenne de supervision	« Undue short-term pressure on corporations »; focus sur « Contribution de la divulgation des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) aux	2019	Europe	Participants aux marchés financiers (les investisseurs, les émetteurs, les sociétés de gestion d'OPCVM, les sociétés d'investissement d'OPCVM autogérées, les gestionnaires de fonds	Enquête publique pour avoir le plus de points de vue sur différentes thématiques au niveau de la stratégie

des marchés financiers)	stratégies d'investissement à long terme »			d'investissement alternatifs et les associations professionnelles) : de 45 à 80 répondants par question	d'investissement des acteurs financiers (divulcation des critères ESG).
OREE (Organisation pour le Respect de l'Environnement dans l'Entreprise), co-construit avec le ministère de la Transition écologique et solidaire	« Première année d'application de la DPEF : bilan et perspectives – quels enseignements ? »	2020	France	30 DPEF d'entreprises de tailles et secteurs variés (10 du CAC 40, 10 du SBF 120, 5 petites capitalisations mais aussi 5 entreprises non cotées)	Analyse des retours d'expérience et des perspectives sur la première année d'application de la DPEF dans le but d'accompagner les entreprises à améliorer leur DPEF en tant qu'outil de pilotage pour les entreprises.
Ceres - ONG (dont les données ont été fournies	« Disclose what matters: bridging the gap between investor needs and company disclosures on sustainability »	2018	Monde	476 grandes entreprises du Global 2000 organisé par Forbes, une liste des plus grandes entreprises publiques du monde afin d'avoir un	Analyser les besoins des investisseurs par rapport aux déclarations d'entreprises.



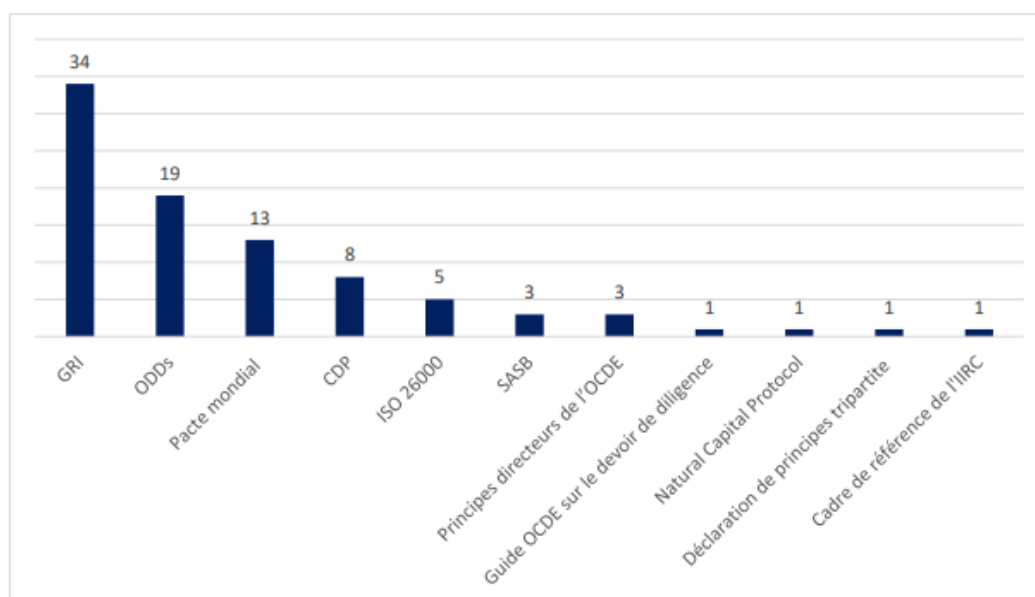
par Vigeo Eiris)				aperçu global des pratiques concernant la divulgation d'informations en matière de développement durable.	
Tennaxia	« Pratiques de reporting et rapports extra-financiers : Premières mise en œuvre de la Déclaration de Performance Extra-Financière »	2019	France	87 entreprises françaises provenant de tous les secteurs d'activité (dont 52% d'entreprises cotées et 48% non cotées). 80% des entreprises interrogées sont soumises à la DPEF.	Etats des lieux et perspectives de la DPEF via une enquête auto-administrée en ligne et des entretiens téléphoniques.
Novethic (premier rapport)	« Portrait des investisseurs responsables européens »	2015	En Belgique, aux Pays-Bas, au Danemark, en Finlande, en France, au Luxembourg, en Norvège, au Royaume-Uni, en Allemagne,	181 investisseurs institutionnels provenant de 12 pays européens (30% compagnies d'assurance, 32 % fonds de pension privés et 25% fonds de pension publics, 6% d'institutions financières publiques, 1% fonds souverains et 7% autres)	Analyse de l'investissement socialement responsable et la prise en compte des critères ESG auprès des investisseurs institutionnels.

			en Autriche en Suède, l'Espagne et la Suisse.		
Novethic (second rapport)	« Les ODD – un rendez-vous manqué entre entreprises et investisseurs »	2019	France	120 entreprises cotées du SBF 120 et les 100 plus grands investisseurs institutionnels qui utilisent tous les deux le cadre de référence : les ODD.	Analyse et comparaison de la manière d'utiliser le référentiel ODD (sur base volontaire) des entreprises et des investisseurs institutionnels.
EY ( Ernst et Young) / Institutional Investor's (II) Custom Research Lab	“Does your nonfinancial reporting tell your value creation story?”	2018	Asie (39%), EMEA (38%), Amérique Latine (10%), Amérique du Nord (13%)	260 réponses de dirigeants d'institutions financières du monde entier.	Le but de cette enquête est d'examiner le point de vue des investisseurs institutionnels sur l'utilisation des informations non financières dans les

					décisions d'investissement.
McKinsey	« More than values: The value-based sustainability reporting that investors want »	2019	L'Asie, l'Europe et les États-Unis.	107 cadres et investisseurs, représentant 50 entreprises, 27 gestionnaires d'actifs et 30 propriétaires d'actifs	Analyse des rapports de développement durable par rapport aux besoins des investisseurs.
PWC et WBCSD (the World Business Council for Sustainable Development)	“Enhancing the credibility of non-financial information the investor perspective”	2018	une série de tables rondes dans différentes villes (Francfort, Hong Kong, Johannesburg, Londres, New York, São Paulo, Tokyo et Toronto) et via des entretiens	55% étaient des investisseurs buy-side (Fonds de pension, OPCVM, compagnies d'assurance, hedge funds ; la plupart gestionnaires de fonds et spécialistes ESG), 29% représentaient les analystes sell-side couvrant les secteurs industriels, et le restant des participants (16%) étaient des entreprises, instituts professionnels, des consultants en développement durable, des organismes de normalisation, des agences gouvernementales et des ONG (50 investisseurs au total).	Perspective des investisseurs sur les informations non financières et la crédibilité de ces données.

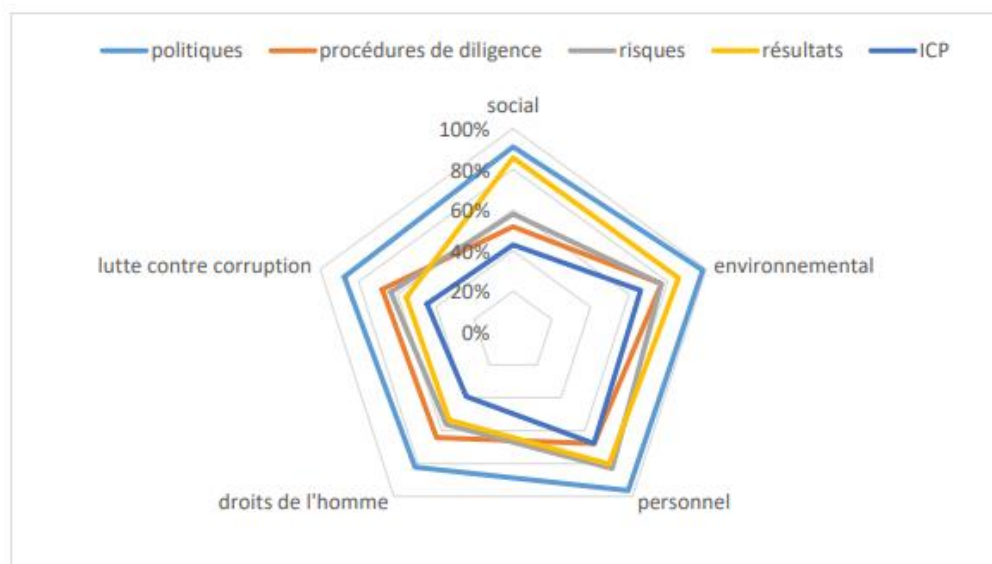
			avec des investisseurs dans plusieurs pays (Danemark, aux Pays-Bas, en Inde et en Australie).		
Mazars	« Pratiques et tendances de reporting extra-financier en France »	2019	France	67 entreprises du CAC40, du Next 15 et du Last 15 du SBF 120. Les sociétés ne relevant pas du droit français ont été exclues (au total 7 sur 75).	Analyse des DPEF pour savoir si la nouvelle réglementation est bien en adéquation avec la demande des entreprises et des parties prenantes.

## Annexe 15 : « Noms des référentiels et nombre de déclarations non financières dans lesquelles ils sont mentionnés » (Graphique 3)



Source : FSMA, (2019).

## Annexe 16 : Graphique 4



Source : FSMA, (2019).



## 6. Bibliographie

### **Périodiques:**

#### **- Revues**

##### **○ Scientifiques :**

- Bardinet-Evraert, F. (2018). Comparaison de trois méthodologies ESG : les différences de notations des bases de données extra financières. *Recherches en Sciences de Gestion*, 125(2), 73-93. <https://doi.org/10.3917/resg.125.0073>
- Behnassi, M. (2008). *Potentiel régulateur de l'investissement socialement responsable*. Article soumis pour publication. <https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/123.pdf>
- Bellando, R. (2008). Le conflit d'agence dans la gestion déléguée de portefeuille : une revue de littérature. *Revue d'économie politique*, 118(3), 317-339. <https://doi.org/10.3917/redp.183.0317>
- Bejar, Y. (2009). Publication d'informations sur le capital immatériel et attentes des investisseurs : une étude exploratoire par la méthode Delphi. *Comptabilité, Contrôle, Audit*, 15(2), 165-192. <https://doi.org/10.3917/cca.152.0165>
- Berland, N. (2007). A quoi servent les indicateurs de la RSE ? Limites et modalités d'usage. *Les enjeux du développement durable*, L'Harmattan, pp.41-64. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00340430/document>
- Bessieux-Ollier, C., Schatt, A., Walliser, E., & Zéghal, D. (2014). La reconnaissance du capital immatériel : Quels enjeux pour l'évaluation des entreprises ? *Management international*, 18(3), 12-19. <https://doi.org/10.7202/1025086ar>
- Boncori, A.-L., & Cadet, I. (2013). Le *comply or explain*, un avatar de *l'accountability*. *Revue française de gestion*, 237(8), 35-55. <https://doi.org/10.3166/RFG.237.35-55>
- Boyer-Allirol, B. (2013). Faut-il mieux réglementer le reporting extrafinancier ? *Revue française de gestion*, 237(8), 73-95. <https://doi.org/10.3166/RFG.237.73-95>
- Capron, M., & Petit, P. (2011). Responsabilité sociale des entreprises et diversité des capitalismes. *Revue de la régulation*, 9, Article 4. <https://doi.org/10.4000/regulation.9142>
- Cazal, D. (2011). RSE et théorie des parties prenantes : Les impasses du contrat. *Revue de la régulation*, 9, Article 9. <https://doi.org/10.4000/regulation.9173>

- Cellier, A., Chollet, P., & Gajewski, J.-F. (2011). Les annonces de notations extra financières véhiculent-elles une information au marché ? *Finance Contrôle Stratégie*, 14(3), 5-38. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00950507/document>
- Cézanne, C., & Rubinstein, M. (2012). La RSE comme instrument de gouvernance d'entreprise : Une application à l'industrie française des télécommunications. *Revue de la régulation*, 12, Article 12. <https://doi.org/10.4000/regulation.9819>
- Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. (2015). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597-1614. <https://doi.org/10.1002/smj.2407>
- Crifo, P., & Mottis, N. (2013). L'ISR à la recherche de nouveaux élans ? *Revue française de gestion*, 236(7), 69-77. <https://doi.org/10.3166/RFG.236.69-77>
- Crifo, P., & Rebérioux, A. (2015). Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises : Nouvelle frontière de la finance durable ? *Revue d'économie financière*, 117(1), 205-223. <https://doi.org/10.3917/ecofi.117.0205>
- Damak-Ayadi, S. (2010). Le reporting social et environnemental suite à l'application de la loi NRE en France. *Comptabilité, Contrôle, Audit*, 16(1), 53-81. <https://doi.org/10.3917/cca.161.0053>
- Duport, M., & Peretti, J.-M. (2020). Les engagements en matière de responsabilité sociale, sociétale et environnementale en Afrique à travers les déclarations de performance extra-financière des entreprises (DPEF). *Revue Management & Innovation*, 1(1), 101-118. <https://www.cairn.info/revue-management-et-innovation-2020-1-page-101.htm>
- Durif, F., Prim-Allaz, I., & Sami, H. (2013). Les investisseurs particuliers et l'ISR. Une relation complexe. *Revue française de gestion*, 236(7), 127-147. <https://doi.org/10.3166/RFG.236.127-147>
- Fasterling, B., & Duhamel, J.-C. (2009). Le Comply or explain : La transparence conformiste en droit des sociétés. *Revue internationale de droit économique*, 2(2), 129-157. <https://doi.org/10.3917/ride.232.0129>
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, 25(3), 88-106. <https://doi.org/10.2307/41165018>
- Giuliano, R., & Monaco, C. (2014). Pratiques socialement responsables et investisseurs institutionnels : Une conciliation possible ? *Management & Sciences Sociales*, 17, 4-25. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01878311/document>



- Gollier, C., & Leclair, A. (2006). Avant-propos : Pourquoi l'ISR a-t-il besoin de recherche universitaire ? : Regards croisés. *Revue d'économie financière*, 85, 11-18.  
[https://www.jstor.org/stable/42904321?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/42904321?seq=1#metadata_info_tab_contents)
- Höchstädter, A. & Scheck, B. (2014). What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners? *Journal of Business Ethics*, 132  
<https://doi.org/10.1007/s10551-014-2327-0>
- Le Quéré, F. (2010). Gestion déléguée des encours par les investisseurs institutionnels : Description et évolution des pratiques. *Revue d'économie financière*, 98, 277-295.  
<https://doi.org/10.3406/ecofi.2010.5797>
- Le Saout, E., & Buscot, C. (2009). Comment expliquer la performance de l'investissement socialement responsable ? *Management & Avenir*, 23(3), 153-169.  
<https://doi.org/10.3917/mav.023.0153>
- M'Barek, N. B. (2014). L'impact de la délégation de la gestion des fonds des institutionnels sur le contrôle des firmes détenues en portefeuille. *La Revue des Sciences de Gestion*, 269-270(5), 181-188. <https://doi.org/10.3917/rsg.269.0181>
- Moneva, J. M., & Llena, F. (2000). Environmental disclosures in the annual reports of large companies in Spain. *European Accounting Review*, 9(1), 7-29.  
<https://doi.org/10.1080/096381800407923>
- Penalva Icher, É. (2016). La professionnalisation dans l'Investissement socialement responsable. Le cas des analystes extra-financiers. *Revue Française de Socio-Économie*, 16(1), 141-159. doi:10.3917/rfse.016.0141.
- Pérez, R. (2002). L'actionnaire socialement responsable. *Revue française de gestion*, 141(5), 131-151. <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2002-5-page-131.htm>
- Protin, P., Gonthier-Besacier, N., Disle, C., Bertrand, F., & Périer, S. (2014). L'information non financière. *Revue française de gestion*, 242(5), 37-47.  
<https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2014-5-page-37.htm>
- Renouard, C. (2009). L'éthique et les déclarations déontologiques des entreprises. *Etudes*, tome 410(4), 473-484. doi:10.3917/etu.104.0473.
- Stubbs, W., & Higgins, C. (2018). Stakeholders' Perspectives on the Role of Regulatory Reform in Integrated Reporting. *Journal of Business Ethics*, 147(3), 489-508.  
<https://doi.org/10.1007/s10551-015-2954-0>
- Trébucq, S. (2015). De l'<IR> à l'« Integrated Risk Scorecard » ? Une analyse exploratoire à partir de deux études de cas. *Management & Avenir*, 81(7), 165-183.  
<https://doi.org/10.3917/mav.081.0165>

○ **Professionnels**

- Blanc, D. (2014). L'ISR, laboratoire d'une autre finance. *Revue Projet*, 343(6), 27-34.  
<https://doi.org/10.3917/pro.343.0027>
- Caron, M.-A., Arroyo, P., & Clermont, E. (2016). Enjeux communicationnels de la protection de l'immatériel : Qualité de l'information extra financière pour l'investisseur et autres parties prenantes. *Revue Cossi*, 1(1), 115. <https://revue-cossi.info/index.php/numeros/1-2016-communication-information-et-savoir-quel-management-pour-une-organisation-durable/471-2016-revue-caron-arroyo-clermont>
- Catellani, A. (2019). L'entreprise responsable et ses parties prenantes : Entre « manipulation » et co-construction de sens. *Actes Sémiotiques*, 121, 27.  
<http://hdl.handle.net/2078.1/194359>
- Cayrol, A. (2010). Les agences de notations sociétales. *Réseau Financité*, 4.  
<https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/1633.pdf>
- Cretté, O. (2015). Reporting intégré et mesure de la performance. Limites et perspectives d'une approche par les parties prenantes et les territoires en France et en Allemagne. *Prospective et stratégie*, 6(6), 57-79. <https://doi.org/10.3917/pstrat.006.0057>
- Martin-Juchat, F. (2007). Communication des entreprises sur la responsabilité sociale : Constat du décalage français. *Les Enjeux de l'information et de la communication*, Volume 2007(1), 35-49. <https://doi.org/10.3917/enic.007.0035>
- Quynh Lien, D. (2005). La responsabilité sociale de l'entreprise, pourquoi et comment ça se parle? *Communication et organisation*, 26, 26-43.  
<https://doi.org/10.4000/communicationorganisation.3269>
- Sahed-Granger, Y., & Boncori, A.-L. (2014). La traduction des attentes des Parties Prenantes en RSE en indicateurs de la Global Reporting Initiative : Vers un mode consultatif de la gestion des parties prenantes. *Management & Avenir*, 68(2), 73-91.  
<https://doi.org/10.3917/mav.068.0073>
- Yusof, S. M., Aris, N. M., & Zaidi, N. S. (2018). Integration Level of Social Environmental Disclosure (SED) Between The Global Reporting Initiative(GRI)- Sustainability Reporting and The International Integrated Reporting Council (IIRC) Reporting Among European Companies. *UNIMAS Review of Accounting and Finance*, 2(1), 125-139.  
<https://doi.org/10.33736/uraf.1216.2018>

- **Journaux ou magazines**

de Borms, L. T., & Vermeire, S. (2015, 15 octobre). Investir dans un monde meilleur. *L'Echo Connect*.

[https://dial.uclouvain.be/pr/boreal/fr/object/boreal%3A166382/datastream/PDF\\_01/vie\\_w](https://dial.uclouvain.be/pr/boreal/fr/object/boreal%3A166382/datastream/PDF_01/vie_w)

### **Rapports :**

Autorités des marchés financiers (AMF). (2019, 14 novembre). *Rapport sur la responsabilité sociale, sociétale et environnementale des sociétés cotées*. [https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-02/rapport-2019-sur-la-responsabilite-sociale-societale-et-environnementale-des-societes-cotees\\_0.pdf](https://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-02/rapport-2019-sur-la-responsabilite-sociale-societale-et-environnementale-des-societes-cotees_0.pdf)

Autorité des services et marchés financiers (FSMA). (2019, 26 mars). *Respect par les sociétés cotées belges des obligations de publication d'une déclaration non financière* (Rapport No. 47). [https://www.fsma.be/sites/default/files/public/content/FR/studies/study47\\_fr.pdf](https://www.fsma.be/sites/default/files/public/content/FR/studies/study47_fr.pdf)

Ceres. (2018, 15 août). *Disclose what matters: bridging the gap between investor needs and company disclosures on sustainability*. [https://www.ceres.org/sites/default/files/reports/2018-08/Ceres\\_DiscloseWhatMatters\\_Final.pdf](https://www.ceres.org/sites/default/files/reports/2018-08/Ceres_DiscloseWhatMatters_Final.pdf)

Commission Européenne. (2019, 7 mars). *Union des marchés des capitaux : La Commission se félicite de l'accord sur les règles en matière de communication d'informations dans le domaine des investissements durables*. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP\\_19\\_1571](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP_19_1571)

Eccles, E. R. G., Cheng, B., & Saltzman, D. (2010). *The Landscape of Integrated Reporting : Reflections and Next Steps*. 7. [https://www.domini.com/sites/default/files/integrated\\_reporting\\_and\\_kpi.pdf](https://www.domini.com/sites/default/files/integrated_reporting_and_kpi.pdf)

Ernst & Young (EY). (2018, 29 novembre). *Does your nonfinancial reporting tell your value creation story?* [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-ccass-survey-2018-report/\\$FILE/ey-ccass-survey-2018-report.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-ccass-survey-2018-report/$FILE/ey-ccass-survey-2018-report.pdf)

Ernst and Young (EY). (2020, 22 juin). *Les déclinaisons du reporting extra-financier en Europe*. [https://www.ey.com/fr\\_fr/audit/les-declinaisons-du-reporting-extra-financier-en-europe](https://www.ey.com/fr_fr/audit/les-declinaisons-du-reporting-extra-financier-en-europe)

European Securities and Markets Authority (ESMA). (2019, 18 décembre). *Report Undue short-term pressure on corporations*. <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22->

762\_report\_on\_undue\_short-term\_pressure\_on\_corporations\_from\_the\_financial\_sector.pdf

Fédération des Entreprises de Belgique (FEB), Institut des Réviseurs d'Entreprises, Association belge des sociétés cotées, & Eubelius. (2018, 2 février). Informations non financières et informations relatives à la diversité : Note explicative à l'intention des sociétés belges. <https://www.feb.be/globalassets/publicaties/niet-financiele-informatie-en-informatie-inzake-diversiteit/brochure-inf-fr-final-2-3-2018-print.pdf>

Fédération des Entreprises de Belgique, Institut des Réviseurs d'Entreprises, Association belge des sociétés cotées, & Eubelius. (2018, 8 mars). *Informations non financières et informations relatives à la diversité : Note explicative à l'intention des sociétés belges*. [https://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/brochure-inf-fr-final-2-3-2018-print\\_0.pdf](https://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/brochure-inf-fr-final-2-3-2018-print_0.pdf)

Mazars. (2019, 27 septembre). *Pratiques et tendances de reporting extra-financier en France*. <https://www.mazars.fr/Accueil/News/Communiqués-de-presse/CP-Barometre-RSE-2019>

McKinsey. (2019, 7 août). *More than values: The value-based sustainability reporting that investors want*. <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/more-than-values-the-value-based-sustainability-reporting-that-investors-want>

Ministère de la Transition Écologique et Solidaire, & Ministère de l'Économies et des Finances. (2018, 8 octobre). *Référentiel RSE en logistique—Fascicule 5*. <https://www.ecologique-solidaire.gouv.fr/sites/default/files/Fascicule%205.pdf>

Notat, N., Senard, J.-D., & Barfety, J.-B. (2018, 9 mars). *L'entreprise objet d'intérêt collectif*. République française. [https://www.ifa-asso.com/fileadmin/user\\_upload/Rapport\\_Notat\\_Senard L entreprise objet d interet collectif.pdf?fbclid=IwAR3OQsqD37KBTRYsnlpBt7FC7GTlbY3wetZqiZU2VsOJnyUH9ev09ZCxcKo](https://www.ifa-asso.com/fileadmin/user_upload/Rapport_Notat_Senard_L_entreprise_objet_d_interet_collectif.pdf?fbclid=IwAR3OQsqD37KBTRYsnlpBt7FC7GTlbY3wetZqiZU2VsOJnyUH9ev09ZCxcKo)

Novethic. (2015). *Portrait des investisseurs responsables européens : 2015 Focus Climat*. [https://www.novethic.fr/fileadmin/user\\_upload/tx\\_ausynovethicetudes/pdf\\_complets/2015enquete-investisseurs-institutionnels.pdf](https://www.novethic.fr/fileadmin/user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/2015enquete-investisseurs-institutionnels.pdf)

Novethic. (2019). *Objectifs de développement durable : un rendez-vous manqué entre entreprises et investisseurs*. [https://www.novethic.fr/fileadmin//user\\_upload/tx\\_ausynovethicetudes/pdf\\_complets/Novethic-ODD-un\\_rendez-vous\\_manqué\\_entre\\_entreprises\\_et\\_investisseurs-2019.pdf](https://www.novethic.fr/fileadmin//user_upload/tx_ausynovethicetudes/pdf_complets/Novethic-ODD-un_rendez-vous_manqué_entre_entreprises_et_investisseurs-2019.pdf)

OREE. (2020, 25 février). *Première année d'application de la DPEF: bilan et perspectives*

quels enseignements ? <https://www.actu-environnement.com/media/pdf/news-35079-rapport-bilan-DPEF.pdf>

PWC & World Business Council For Sustainable Development. (2018). *Enhancing the credibility of non-financial information: the investor perspective*. [https://docs.wbcsd.org/2018/10/WBCSD\\_Enhancing\\_Credibility\\_Report.pdf](https://docs.wbcsd.org/2018/10/WBCSD_Enhancing_Credibility_Report.pdf)

Tennaxia. (2019, 6 mars). *Pratiques de reporting et rapports extra-financiers* (Rapport No. 7). <https://rse-reporting.com/etude-rse-pratiques-de-reporting-et-rapports-rse-1eres-dpef-bilan-et-perspectives/>

Tennaxia. (2020, 6 janvier). *Communication extra-financière : défis pour le reporting extra financier*. <https://rse-reporting.com/communication-extra-financiere/>

Tennaxia. (2020, 2 janvier). *OTI : vérification de l'information extra-financière*. <https://rse-reporting.com/oti-verification-information-extra-financiere/>

The Global Sustainability Standards Board (GSSB). (2016). *GRI 101 : Principes généraux*. <https://www.globalreporting.org/standards/media/1799/french-gri-101-foundation-2016.pdf>

The International Integrated Reporting Council (IIRC). (2013). *The International <IR> Framework*. <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>

## **Conférences :**

Ben Rhouma, A., & Scotto, M.-J. (2011, 9-11 mai). *Implications du principe de matérialité sur le contenu du reporting Développement Durable* [Congrès]. Comptabilités, économie et société, Montpellier. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00646525>

Khamlichi, A. E. (2019, 4-6 décembre). *Les indices boursiers socialement responsables : Quelle contribution pour la durabilité ?* [Colloque international]. Paradigmes, modèles, scénarios et pratiques en matière de durabilité forte, Clermont-Ferrand. <https://hal.uca.fr/hal-02541291>

Morin-Esteves, C., Gendron, C., & Ceccarelli, A. (2016, juillet). *Les rapports de développement durable : Dialogues autour de la définition et de la mesure de la performance extrafinancière des entreprises* [Congrès]. RIODD, Saint-Étienne. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01349994>

## **Ouvrages :**

- Bernard-Royer, M. (2018). *L'investissement socialement responsable: Vers une nouvelle éthique (Finance d'aujourd'hui)*. Arnaud Franel Editions.
- Dupuis, J.-C. (2014). *Économie et comptabilité de l'immatériel: Enjeux du reporting non financier*. De Boeck.
- Gond, J.-P., & Igalens, J. (2018). *La responsabilité sociale de l'entreprise*. Presses Universitaires de France.
- Ledouble, D., Stordeur, P., & Cretté, O. (2014). Reporting intégré: État des lieux et perspectives: Le cas d'Orange. Dans A. Burlaud (dir.), *Comptabilité, Finance et Politique De la pratique à la théorie: L'art de la conceptualisation, Mélanges en l'honneur du professeur Christian Hoarau* (pp. 243-253). Ordre des Experts-Comptables. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01132706/document>
- Lépineux, F., Rosé, J.-J., Bonanni, C., & Hudson, S. (2016). *La RSE - La responsabilité sociale des entreprises* (2e éd.). Dunod.
- Libaert, T., & Léger, J.-Y. (2019). *La communication financière*. Pearson.
- Silvent, F. (2013). Investissement responsable et responsabilité sociétale des entreprises: Le rôle des investisseurs institutionnels. Dans Association d'économie financière (dirs.), *Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2013*. Association d'économie financière. <https://www.aef.asso.fr/publications/rapport-moral-sur-l-argent-dans-le-monde/rapport-moral-2013>

### **Sites et pages internet :**

- Bahrke, J., & Lupini, L. (2019, 7 mars). Union des marchés des capitaux: la Commission se félicite de l'accord sur les règles en matière de communication d'informations dans le domaine des investissements durables. Commission Européenne. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP\\_19\\_1571?fbclid=IwAR0aoaqAfKJMpKmfqpSe0G1X497yCPrcPEKn5YZepJOkeuF71MgQdsVrYSQ](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP_19_1571?fbclid=IwAR0aoaqAfKJMpKmfqpSe0G1X497yCPrcPEKn5YZepJOkeuF71MgQdsVrYSQ)
- Comité 21. (2014, juin). *Fiche Repère : La matérialité—Décryptage d'un nouvel outil*. Consulté le 16 avril sur <http://www.comite21.org/docs/territoires-durables/rencontre-2014/fiche-repere-rse-materialite-vf.pdf>
- SPF Économie. (s. d.). *Informations non financières*. Consulté 16 avril 2020 sur <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/developper-et-gerer-une/reglementation-financiere-et/droit-comptable-et-comptes/dispositions-belges/informations-non-financieres>

### **Textes législatifs :**

Commission européenne. (2012). Communication de la Commission au Parlement européen, au conseil, au comité économique et social européen et au comité des régions : Responsabilité sociale des entreprises : une nouvelle stratégie de l'UE pour la période 2011-2014. *Journal officiel de l'Union Européenne*, le 7 novembre 2012, p. 1 à 19. [https://www.diplomatie.gouv.fr/IMG/pdf/Communication\\_du\\_25\\_octobre\\_2011\\_de\\_la\\_Commission\\_europeenne\\_sur\\_la\\_RSE\\_cle434613.pdf](https://www.diplomatie.gouv.fr/IMG/pdf/Communication_du_25_octobre_2011_de_la_Commission_europeenne_sur_la_RSE_cle434613.pdf)

Commission européenne. (2014). 2014/208/UE : Recommandation de la Commission du 9 avril 2014 sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise («appliquer ou expliquer»). *Journal officiel de l'Union Européenne*, 24 avril 2014, p. 43-47. <http://data.europa.eu/eli/reco/2014/208/oj/fra>

Commission Européenne. (2017). 2017/C215/01 : Communication de la Commission: Lignes directrices sur l'information non financière (méthodologie pour la communication d'informations non financières). *Journal officiel de l'Union Européenne*, 5 juillet 2017, p. 1-20. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705(01)&from=EN)





## Table des matières :

**Table abrégée des matières : ..... a**

**Liste des abréviations : ..... b**

**1. Chapitre 1 : Introduction ..... 1**

1.1 Contexte de la recherche..... 1

1.2 Motivation de la recherche ..... 2

1.3 Structure du mémoire ..... 3

**2. Chapitre 2 : Partie théorique ..... 4**

2.1 Contexte du reporting extra-financier..... 4

2.1.1 Origine.....4

2.1.4 But du rapport.....8

2.1.5 Composition du rapport extra-financier.....8

2.1.5.1 Définition.....9

2.1.5.2 Principe « comply or explain » .....10

2.1.5.3 Principe de matérialité .....11

2.1.5.4 Cadre de référence et format : rapport RSE/DD et le rapport intégré.....11

2.1.6 Attentes des parties prenantes en matière de qualité de reporting extra-financier.....14

2.1.8 Limites de la communication extra-financière.....18

2.2 Cadres légaux : ..... 19

2.2.1 Législations européennes.....19

2.2.2 Législation française.....21

2.2.3 Législation belge .....22

2.3 Les acteurs financiers ..... 23

2.3.1 Relations entre les acteurs .....23

2.3.2 Les investisseurs particuliers /individuels.....24

2.3.3 Les Investisseurs Institutionnels (II).....25

2.3.4 Agences de notation extra-financière en lien avec l’II.....30

2.3.5 Les sociétés de gestion en lien avec l'II .....	32
2.3.6 Conclusion.....	35
2.4 Grille d'analyse.....	35
<b>3. Chapitre 3 : Partie empirique .....</b>	<b>37</b>
3.1 Méta-analyse.....	37
3.1.1 Méthodologie.....	<b>Erreur ! Signet non défini.</b>
3.1.2 Présentation des données .....	38
3.1.2.1 Critères d'inclusion.....	38
3.1.2.2 Etudes identifiées pour la méta-analyse .....	38
3.1.3 Résultats par catégorie de la grille .....	39
3.1.3.1 Catégorie A – Les neuf caractéristiques des informations extra-financières .....	39
3.1.3.2 Catégorie B- Format .....	47
3.1.3.3 Catégorie C – Informations d'investissement dans une perspective ISR .....	52
3.1.3.4 Catégorie D – contrôle.....	59
3.2 Discussion Transversale .....	60
3.2.1 Synthèse par catégorie de la grille .....	61
<b>4. Conclusion générale .....</b>	<b>66</b>
4.1 Recommandations .....	67
4.2 Limites .....	70
4.3 Perspectives .....	70
<b>5. Annexes .....</b>	<b>I</b>
Annexe 1 : .....	I
Annexe 2 : Schéma du spectre d'investissement .....	II
Annexe 3 : Figure 1 .....	II
Annexe 4 : Considérant 9 de la directive Européenne 2014 .....	III
Annexe 5 : Comparaison entre le rapport de développement durable (SR) et le rapport intégré (IR) (Tableau 2).....	IV
Annexe 6 : Illustration des 17 objectifs du développement durable- ODD (Figure 2) .....	IV

Annexe 7 : Tableau 3 : Approche obligatoire ou volontaire en matière de rapports intégrés selon les parties prenantes.....	V
Annexe 8 : Tableau 4.....	VI
Annexe 9 : Les trois dimensions.....	VII
Annexe 10: Loi belge .....	VIII
Annexe 11 : Graphique 1 .....	XI
Annexe 12 : Graphique 2.....	XI
Annexe 13 : Schéma distanciation et contrôle par les agents.....	XII
Annexe 14 : Synthèse des différentes enquêtes étudiées (Tableau 9) .....	XIII
Annexe 15 : « Noms des référentiels et nombre de déclarations non financières dans lesquelles ils sont mentionnés » (Graphique 3).....	XX
<b>6. Bibliographie.....</b>	<b>XX</b>
<b>Table des matières :.....</b>	<b>XXIX</b>
<b>Executive Summary .....</b>	<b>XXXII</b>

## Executive Summary

Companies are now expected to publish non-financial reports in the form of CSR reports, integrated reports, sustainable development reports, social reports, etc. within the new Directive on non-financial reporting. Institutional investors with social concerns are the main beneficiaries. They are interested in both financial and non-financial criteria when making an investment decision, especially concerning: socially responsible investment. Companies sense the need to engage themselves to promote their Corporate Social Responsibility (CSR) through this non-financial reporting. For that reason, institutional investors potentially have an important leverage effect on the CSR of companies for their social and environmental impacts. However, a lot of companies still do not meet institutional investors' expectations.

According to our meta-analysis, companies, unfortunately, face several obstacles, both internal and external. Internally, companies still have to learn how to overcome a "positivity bias". Highlighting compliance in the report is easy but it becomes more problematic for enterprises to explain non-compliance. Externally, companies are faced with sometimes conflicting expectations from regulators on the one hand (what should and should not be published) and investors on the other (who expect very accurate information to be published).

This report first analyses the needs expressed by the institutional investors on non-financial reporting and the way they assess companies on this matter. It then gives insights on how non-financial reporting could become more homogeneous, with high quality and transparency. Several recommendations are the development of a standard(s) to ensure the materiality of comparable, reliable, and relevant non-financial information disclosed and also assurance through external control for extra-financial information.

Companies are proving to be rather reticent in the face of the change driven by the new Directive on non-financial reporting. In fact, it requires them to make significant changes to their reporting methods. They must now communicate on their performance and the level of integration of social, environmental, and societal issues into their overall corporate strategy. In conclusion, the dynamic of progress remains to be confirmed over the next few years.

**Keywords:** Non-financial reporting, Socially responsible investment, Institutional investors