

OUTILS & PROCESSUS

Apports de l'analyse extrafinancière à l'analyse financière



Par Gregory Schneider-Maunoury,
responsable de l'analyse ISR chez Inter Expansion

L'investissement socialement responsable s'est fortement développé depuis dix ans. En 2008, ce segment des marchés financiers, qui inclut des critères non financiers dans sa gestion, représente 20 % des fonds investis en Europe (source : Eurosif). Ses méthodes de travail ont également évolué. Après des débuts marqués par les critères d'exclusion, les trois dernières années ont vu l'émergence de l'analyse extrafinancière*, qui peut judicieusement compléter l'analyse financière, notamment en ces temps de marchés financiers troublés.

L'objectif de l'analyse extrafinancière est d'identifier, voire de quantifier, les impacts financier et boursier de questions environnementales, sociales et de gouvernance à court et long terme. Elle peut être menée au niveau sectoriel, et impacter l'allocation sectorielle, ou bien au niveau individuel, avec un impact sur la sélection de valeurs.

L'année 2008 a été paradoxale pour l'analyse

extrafinancière. Prenons le cas du secteur automobile : l'effondrement de General Motors confirme l'intérêt de celle-ci, puisqu'elle met en évidence que, au-delà des coûts opérationnels et des coûts des retraites, l'automobile américaine a une gamme de produits inadaptés à l'enjeu du changement climatique. Le risque ne porte plus seulement sur la réputation, mais aussi sur le chiffre d'affaires. En revanche, cette analyse n'a pas anticipé la crise des subprimes, et la crise financière qui en est issue, pas plus qu'elle n'avait vu les scandales qui ont émaillé cette décennie, de Enron en 2001 à BP en 2005.

Cas de figure

Au-delà de ce bilan, voici deux exemples pour comprendre pourquoi l'analyse extrafinancière est nécessaire et comment elle se développe.

→ **Analyse des coûts du tabac et gouvernance d'entreprise** : le groupe Richemont disposait jusqu'en 2008 de 20 % du capital de BAT (British American Tobacco). Il ne s'agit pas



d'exclure Richemont de l'univers du fait de son engagement dans le tabac, mais plutôt de vérifier si tous les coûts ont été comptabilisés. Dans son rapport annuel de 2008, Richemont se déclarait « *solidairement responsable de BAT pour les dommages et litiges liés au tabac, à hauteur du capital investi* », soit 20 %. Il décrivait donc dans ses annexes les litiges en cours. L'ensemble des litiges déclarés en 2007 portait sur 5 milliards de dollars. Richemont aurait donc dû provisionner 1 milliard de dollars (soit 20 % de 5 milliards), or il n'a passé aucune provision liée au tabac, car il faisait « *toute confiance aux avocats de BAT* ». BAT a agi exactement de la même manière. Les actionnaires de Richemont y voyaient donc une menace portant sur 1 milliard de dollars de bénéfice, qui seraient un jour ou l'autre retranchés des profits futurs. Fin 2008, Richemont a séparé le luxe du tabac. Lors de la scission, la structure accueillant les titres BAT a été dotée de 1 milliard de dollars de « trésorerie ». Avec l'analyse extrafinancière, on a su identifier dès mai 2008 ce risque de 1 milliard de dollars et rester à l'écart du titre. Ce qui est apparu in fine comme un surcoût de scission résultait en fait d'une absence de provisionnement d'un risque sociétal : les dommages liés au tabac. Mais, si la nature du surcoût avait été identifiée par les marchés, les conséquences boursières pour Richemont auraient pu être beaucoup plus graves.

→ **Analyse des marges dans la restauration collective** : à travers une brève analyse sociale, on peut déterminer si les marges sont touchées conjoncturellement ou structurellement. Au-delà du reporting social a priori complet de ces groupes laissant croire à une situation maîtrisée, on constate que la fonction de middle management est à risque dans ce secteur (pénurie de salariés, difficultés d'embauche). Le taux de turn-over des gestionnaires de site est important (30 à 40 %). Cela s'explique par la moindre attractivité des postes de middle management (par exemple, l'accroissement de charge horaire et de responsabilités n'est pas compensé par un accroissement d'écart de rémunération entre cuisinier et responsable de site (200 euros en moyenne par mois). Cela est d'autant plus vrai pour les sites externalisés sur lesquels ni le client ni la restauration collective n'ont investi et qui deviennent difficiles à gérer, notamment en termes d'hygiène et de sécurité des salariés et de bon fonctionnement des matériels. Dans ces conditions, le contact avec le client se détériore, dont l'avis finit par se fonder sur le seul critère du prix. Cette mauvaise gestion du middle management conduit ce secteur dans une spirale déflationniste et l'évolution des marges est structurellement défavorable. L'analyse sociale de ce secteur, et l'analyse prospective de la rentabilité qui en découle, montre que, au-delà des conjonctures économiques et boursières, le secteur va voir ses marges, et donc sa valeur économique, structurellement baisser.

Le premier exemple d'analyse extrafinancière révèle comment une mauvaise anticipation des coûts sociétaux, liés au tabac et à la mauvaise gouvernance (en l'occurrence, un manque de transparence quant aux provisions) peut engendrer un partage des profits défavorable à l'actionnaire. Le second exemple, quant à lui, fait apparaître comment une mauvaise politique sociale risque d'engendrer à long terme une baisse structurelle de la rentabilité, qui ne semble pas à fin 2008 avoir été anticipée par le marché. L'analyse extrafinancière permet donc une analyse approfondie tant de la création de valeur (analyse de l'évolution des marges) que du partage de cette valeur (gouvernance et partage des profits). ■■■

*Outre l'analyse extrafinancière, l'ISR dispose de deux outils pour se différencier de l'investissement traditionnel :

1. Le dialogue actionnarial : dialogue plus ou moins formalisé avec l'entreprise pour faire avancer les politiques sociales, environnementales et de gouvernance, et, à long terme, améliorer la performance opérationnelle voire financière.

2. Le filtre ISR : réduction de 30 à 70 % de l'univers d'investissement sur la base de critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance (reporting, bonnes pratiques).