



HAL
open science

Identification des attentes et des besoins des professionnels financiers tunisiens en matière de critères ESG

Souhir Khemir

► **To cite this version:**

Souhir Khemir. Identification des attentes et des besoins des professionnels financiers tunisiens en matière de critères ESG. Comptabilités, économie et société, May 2011, Montpellier, France. pp.cd-rom. hal-00650534

HAL Id: hal-00650534

<https://hal.science/hal-00650534v1>

Submitted on 10 Dec 2011

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

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

IDENTIFICATION DES ATTENTES ET DES BESOINS DES PROFESSIONNELS FINANCIERS TUNISIENS EN MATIÈRE DE CRITÈRES ESG

Souhir KHEMIR

Doctorante

LIGUE- ISCAE Tunis/ CRM-Université Toulouse 1 Capitole

E-mail : souhir.khemir@iscae.rnu.tn

Résumé

Au terme de cette étude exploratoire, nous cherchons à mettre en exergue la perception des critères extra-financiers, ou encore environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), par 23 professionnels financiers tunisiens.

En adoptant une méthodologie basée sur des focus groups complétés par des entretiens semi-directifs, nous avons essayé, également, de dévoiler leurs attentes et leurs besoins en ce qui a trait à ces mêmes critères.

Les résultats de cette enquête démontrent que le concept de la responsabilité sociale d'entreprise, dont les critères ESG sont parmi ses dérivés, paraît modestement connu par les acteurs financiers tunisiens. Ces derniers considèrent les critères ESG comme des critères secondaires qui viennent appuyer leur prise de décision d'investissement.

Mots clefs: critères ESG, perception, focus groups, professionnels financiers tunisiens.

Abstract

In this exploratory study, we seek to highlight the perception of extra-financial criteria, or environmental, social and governance (ESG) by 23 Tunisian financial professionals.

By adopting a methodology based on focus groups supplemented by semi-structured interviews, we tried also to reveal their expectations and needs in regard to these criteria.

The results of this investigation show that the concept of corporate social responsibility, of which drift ESG criteria, appears modestly known by the Tunisian financial players. The latter consider ESG criteria as secondary to their decision-making investment.

Key words: extra-financial criteria, perception, focus groups, Tunisian financial professionals.

INTRODUCTION

Les mutations actuelles, les atteintes à l'environnement et la succession de crises et faillites ont favorisé le passage d'une conception actionnariale de l'entreprise, limitée à la relation actionnaires-dirigeants, à une vision partenariale fortement attachée à la notion de la responsabilité sociale de l'entreprise et substantiellement élargie à l'ensemble des parties prenantes (Hoarau et Teller (2005)).

A la base, ce sont les dimensions d'ordre financier qui intéressent les actionnaires, le plus souvent, soucieux de savoir les retombées de leurs investissements (Evraert et Lacroix (2005)). En effet, dans la mesure où ils sont des preneurs de risque, les actionnaires étaient considérés comme étant les utilisateurs privilégiés de l'information diffusée par l'entreprise. Ils ont un penchant pour une information, portant sur des aspects financiers, susceptible de leur conduire à une allocation adéquate de leurs fonds.

La vision partenariale place l'entreprise au cœur d'un ensemble de parties prenantes. Ainsi, la maximisation de la valeur actionnariale ne suffit plus à elle seule pour assurer le bien être de l'ensemble de ces partenaires. Les entreprises sont tenues de veiller à une réconciliation entre les intérêts, généralement diffus, de leurs différentes parties prenantes (Igalens et Point (2009)).

Pour ce faire, elles sont appelées à jouer un rôle sociétal outre celui de la production de biens et services. Dans ce sens, les enjeux relevant de la responsabilité sociale de l'entreprise (désormais RSE) s'imposent. Le mouvement de la RSE a connu une rapide croissance. Ceci dit, une véritable industrie socialement responsable associant performances financières et performances sociales a vu le jour (Naro (2005)). Son émergence dans la sphère des affaires a été porteuse de plusieurs notions ayant leur équivalent dans le monde financier à l'instar de la performance sociale, l'investissement socialement responsable, les risques sociaux...

Par conséquent, à côté des dimensions financières, des dimensions extra-financières, plus précisément environnementales, sociales et de gouvernance (désormais ESG), ont vu le jour. Leur apparition fait que l'entreprise n'est pas évaluée uniquement sur la base de sa performance financière mais aussi à travers d'autres dimensions telles que l'aspect environnemental (Bel Haj et Damak-Ayadi (2010)), l'aspect social et celui de la gouvernance.

Particulièrement sensibles à leur image de marque, parallèlement à l'aspect légal, les entreprises entreprennent le développement d'une information volontaire (Hoarau et Teller (2005)). De nos jours, la reddition de comptes en matière de RSE est en train de s'intensifier (Igalens (2009)) par l'action de diverses parties prenantes qui cherchent à s'approprier des dimensions aussi bien financières qu'environnementales, sociales et de gouvernance.

Les notions en rapport avec la RSE s'ancrent depuis le début du millénaire dans le discours managérial (Quairel (2005)) et la littérature académique. De nombreuses études ont été consacrées à l'identification de la perception de la RSE et des notions qui sont en relation avec elle, à l'instar de la divulgation sociétale, environnementale, des critères ESG..., par divers groupes de parties prenantes aussi bien internes à l'entreprise (Jaggi et Zhao (1996), Whitehouse (2006), Golli et Yahiaoui (2009)) qu'externes (O'Dwyer et al. (2004), Thompson et Cowton (2004), Saghroun et Eglem (2008), Belal et Roberts (2010)).

A partir d'une enquête de terrain basée respectivement sur des focus group et des entretiens semi-directif, l'objectif de la présente étude est de tenter d'explorer la perception des critères ESG par des professionnels du marché financier dans le cadre d'un pays émergent à savoir la Tunisie, un pays qui doit encore faire son apprentissage dans ce domaine, et de faire un recensement de leurs opinions quant à l'intégration de ces critères dans leurs processus de prise de décision.

Le choix du contexte tunisien est motivé par une volonté d'étendre la littérature antérieure ayant porté sur le thème général de la RSE dans un contexte spécifique d'un pays émergent (Zramdini et Fedhila (2003), Boussoura et Zeribi (2005), Khemakhem et Turki (2007), Labaronne et Gana-Oueslati (2009)). En effet, ce contexte reste non encore bien exploité par les chercheurs malgré que l'environnement socio-économique tunisien est en train de subir des mutations profondes ces dernières années et de suivre la tendance des pays développés. Également, elle est justifiée par l'existence d'une multitude de dispositifs institutionnels¹ (Labaronne et Gana-Oueslati (2009)) et incitatifs² en Tunisie, en faveur de l'encouragement des pratiques ayant trait au développement durable et à la RSE.

Dès lors, notre questionnement de recherche est de savoir quel est le positionnement des professionnels financiers par rapport à des critères ESG ? Ces critères sont ils susceptibles de modifier leur perception et leur évaluation de l'entreprise ?

Il s'agit de dévoiler l'appropriation et l'utilisation des critères ESG et de comprendre quel sens donnent ces critères aux recommandations offertes par les analystes financiers et aux décisions prises par les gestionnaires de portefeuilles.

Dans une première section, il sera question de rappeler l'origine de la notion de critères ESG. Dans une deuxième section, l'accent sera mis sur les études traitant la perception et l'utilité des notions relatives à la RSE pour la prise de décision. La troisième section sera réservée à la présentation de la méthodologie de l'investigation empirique. La quatrième section fera l'objet de la présentation des principales conclusions tirées.

¹ La ratification de plusieurs conventions internationales relatives à la protection de l'environnement, aux droits de l'homme et aux droits fondamentaux au travail. De même, plusieurs structures permanentes ont été mises en œuvre pour veiller à leur bonne application :

- En matière de protection de l'environnement : on trouve l'agence nationale de protection de l'environnement (L'ANPE) créée par la loi N°88-91 du 02 Août 1988 et le centre International des technologies de l'environnement de Tunis (CITET) placé sous la tutelle du ministère de l'Environnement et du Développement Durable et créé en Juin 1996.
- En matière de droits de l'homme : il s'agit du comité supérieur des droits de l'homme et des libertés fondamentales, le coordinateur général et les cellules ministérielles des droits de l'homme.
- En matière de gouvernance : c'est surtout le code des sociétés commerciales et la loi N°2005-96 du 18 Octobre 2005 qui contiennent des dispositions pour promouvoir une bonne gouvernance au sein des entreprises tunisiennes.

² On constate l'existence d'une multitude incitations :

- Pour la promotion de la protection de l'environnement : le Fonds de Dépollution (FODEP), créé par la loi n° 92-122 du 29 décembre 1992, portant loi des finances pour la gestion 1993, et notamment ses articles de 35 à 37 et la ligne de crédit environnementale, le prix du président de la république pour la protection de la nature et l'environnement et la commission nationale du développement durable.
- Pour la promotion des droits de l'homme et des droits au travail : le prix du président de la république pour les droits de l'homme, les chaires de droits de l'homme, la commission nationale pour l'éducation aux droits de l'homme, le prix du progrès social, le prix du travailleur exemplaire, le prix des commissions consultatives d'entreprises et des délégations du personnel
- Pour la promotion de la gouvernance de l'entreprise : le centre tunisien de la gouvernance (CTGE) et l'institut tunisien des administrateurs (IAT) créé le 18 mai 2009.

1. EXAMEN DE LA LITTÉRATURE ANTÉRIEURE

1.1. Les critères ESG, un concept multidimensionnel

La terminologie « critères ESG » est apparue, dans les principes pour l'investissement responsable (Principles for responsible investment PRI) lancés par Kofi Annan le 27/04/2006 à New York. Ces derniers visent à intégrer les problématiques ESG dans la gestion des portefeuilles d'investissement. Malgré qu'elle soit actuellement reprise dans divers domaines : la notation extra-financière, l'investissement socialement responsable (désormais ISR), l'évaluation des risques..., cette terminologie ne jouit pas, jusqu'à présent, d'une compréhension claire.

Dans une étude pour le compte de Novethic³, Blanc (2010) fait la distinction entre la stratégie ISR⁴, une stratégie de gestion qui intègre d'une façon systématique des critères ESG dans la sélection des entreprises constituant le portefeuille, et l'intégration ESG⁵ dont l'objectif est d'intégrer « dans la gestion d'actif globale (Mainstream) des enjeux ESG à un degré variable mais sans que cela se traduise par un impact systématique sur la sélection des titres en portefeuille ».

À cet effet, cette même auteure cite plusieurs formes de sélection⁶ et d'exclusion⁷ des entreprises qui peuvent être mises en œuvre par les gestionnaires de portefeuille.

Si au paravent, les critères ESG étaient synonymes de l'ISR, actuellement ils sont dotés d'une importance dans l'évaluation des entreprises et la prise de décision d'investissement dans le cadre « mainstream ». Dernièrement, ils semblent entrer dans le vocabulaire des analystes mainstream et des fonds de gestion (Bourghelle et al. (2009)) Certains investisseurs pensent qu'ils sont de bons indicateurs dans la mesure où ils renseignent sur la manière dont l'entreprise est gérée dans son ensemble et par conséquent aident à prévoir la performance de l'entreprise à long terme (Rapport BSR (2008)). En effet, il s'agit des aspects extra-financiers relatifs à des dimensions de la performance de l'entreprise non captées par les données financières. D'ailleurs, comme le notent Saghroun et Eglem (2008, p.48), « la performance ne peut plus se juger selon la seule perspective financière ». Dans ce sens, Bassem et Kovacs (2008) avancent que l'évaluation des questions ESG permet une compréhension approfondie des risques et des opportunités auxquels l'entreprise est confrontée. Ils aident les professionnels d'investissement à améliorer leur évaluation de l'entreprise et à quantifier les risques et les opportunités en relation avec les questions ESG. De ce fait, la non prise en compte de ces critères peut paraître comme signe d'une gestion imprudente (EIRIS (2009)).

Ainsi, on peut penser à ce que les efforts fournis par les entreprises pour améliorer leurs pratiques et par conséquent leurs reporting ESG sont susceptibles de renseigner un large éventail de parties prenantes.

³ Centre de recherche et d'expertise sur l'Investissement Socialement Responsable (ISR), filiale de la caisse des dépôts.

⁴ Appelée Core ISR par l'association européenne de promotion de l'ISR, l'EUROSIF

⁵ Appelée Best ISR par l'association européenne de promotion de l'ISR, l'EUROSIF

⁶ Best-in-class, Best-in-universe et Best effort

⁷ Les exclusions normatives, sectorielles et éthiques

1.2. Les pratiques ESG, un moyen de répondre aux diverses pressions des parties prenantes

Selon Freeman (1984, p.46), les parties prenantes sont « tout groupe ou individu qui peut affecter ou être affecté par la réalisation des objectifs de l'entreprise ». Acquier et Aggeri (2008, p. 142) avancent que « Le management des parties prenantes occupe une place centrale dans la conceptualisation et la mise en œuvre de la RSE au sein des entreprises ».

La littérature antérieure semble riche de typologies de parties prenantes. Une distinction a été faite par Carroll (1989) entre d'une part, les parties prenantes primaires et d'autre part, les parties prenantes secondaires. Clarkson (1995), quant à lui, différencie les parties prenantes volontaires de celles non volontaires. Mitchell et al. (1997) offrent une classification des parties prenantes basée sur trois critères à savoir: le pouvoir, la légitimité et l'urgence. Récemment, Igalens et Point (2009) proposent trois types de parties prenantes : les parties prenantes organisationnelles (les actionnaires, les dirigeants ou les employés), les parties prenantes économiques (les clients, les sous-traitants, les fournisseurs, les banquiers) et les parties prenantes sociétales (l'Etat, les collectivités territoriales, les agences spécialisées et les organisations non gouvernementales (désormais ONG)).

1.2.1. Positionnement des diverses parties prenantes par rapport aux critères ESG

Les recherches antérieures ont traité aussi bien la perception des parties prenantes internes (Jaggi et Zhao (1996), Whitehouse (2006), Golli et Yahiaoui (2009)) que celle des parties prenantes externes, des « non-managerial stakeholders » (O'Dwyer et al. (2004), Thompson et Cowton (2004), Eglem et Saghroun (2008), Belal et Roberts (2010)).

- Les parties prenantes internes

Jaggi et Zhao (1996) ont examiné la perception respectivement de la performance et de la divulgation environnementale aussi bien par des managers que par des professionnels comptables dans le contexte de la Hong Kong. Ils ont mis en évidence l'existence d'un gap entre la perception de la performance environnementale et la divulgation environnementale actuelle. A cet égard, ils ont conclu que l'absence d'une obligation légale rend les managers réticents à véhiculer l'information environnementale.

Une enquête faite par le Projet Pacte Mondial Tunisie en 2005 d'un échantillon de 114 entreprises tunisiennes démontre que 73% considèrent que l'objectif prioritaire en matière de RSE étant le respect des droits des travailleurs, alors que 64% pensent que c'est plutôt l'amélioration des conditions de travail et le respect des droits de l'homme.

L'amélioration de leur image de marque, le développement de la motivation des salariés, l'accroissement de leurs parts de marché et l'appartenance à un réseau d'entreprises socialement responsables ont été évoqués par les interrogés comme étant des facteurs explicatifs de l'adoption d'une démarche de RSE. Alors que le coût des actions sociales, le manque de conviction de la part des managers et le manque de compétences nécessaires pour développer des programmes de RSE ont été identifiés comme étant les freins à la mise en place de la RSE. Cette enquête a, également, mis l'accent sur des exemples de bonnes pratiques développées par les entreprises en matière de sécurité et d'hygiène au travail, de

formation professionnelle, de protection de l'environnement et d'actions pour le développement social et culturel.

Dans un but de procéder à une évaluation des politiques et des pratiques des entreprises en matière de RSE, Whitehouse (2006) a réalisé une série d'entretiens semi-directifs avec des managers de 16 entreprises britanniques appartenant à divers secteurs d'activité. Elle démontre que malgré l'existence de tentatives réelles quant à l'élaboration des politiques de RSE, les managers déclarent que le contexte constitue une entrave la capacité de la RSE à offrir aux parties prenantes des informations suffisantes permettant d'évaluer les performances sociales.

En optant pour une démarche qualitative, Golli et Yahiaoui (2009) se sont interrogés sur la perception de la responsabilité sociale, telle que définie dans le modèle de Carroll (1991), par des managers tunisiens. Ils sont parvenus à démontrer la présence de deux conceptions différentes de la RSE pour les managers tunisiens qui découlent de ce modèle : la conception légale-éthique et la conception économique. Ils ont mis en exergue, également, que l'éthique est beaucoup influencée par les valeurs religieuses locales qui peuvent créer un certain automatisme chez les responsables afin de la respecter. Ils concluent que les spécificités locales semblent orienter les acteurs vers l'une ou l'autre des deux conceptions de RSE.

Novethic (2009) a mené une enquête auprès de 300 sociétés françaises du capital investissement afin de déterminer l'intérêt de la prise en compte des critères ESG dans les choix d'investissement faits par des gérants du Private Equity. Les résultats obtenus mettent en exergue que deux tiers des répondants affirment l'intégration de ces critères dans leurs choix d'investissement. Les managers interrogés manifestent une bonne compréhension de la dimension globale du développement durable. Parmi les facteurs favorisant l'intégration des critères ESG, trois quarts des interrogés pensent que ces critères sont générateurs de valeur économique ajoutée. Alors que parmi les freins à la prise en compte de ces critères, figurent l'absence d'expertise dans les sociétés non cotées et l'insuffisance des informations extra-financières en provenance des tiers experts.

- Les parties prenantes externes

En faisant recours à une enquête par questionnaire, O'Dwyer et al. (2004) ont analysé les points de vue des organisations non gouvernementales sociales et environnementales irlandaises par rapport à la pertinence et à la capacité de la divulgation sociale à satisfaire leurs besoins d'informationnels. Considérant que les pratiques actuelles de divulgation sociale comme étant insuffisantes et manquantes de crédibilité, les interrogés suggèrent de rendre obligatoire d'une part, la divulgation sociale pour toutes les sociétés cotées en bourse et d'autre part, la vérification de l'information contenue que ce soit dans le rapport annuel ou dans le rapport de développement durable.

Pour étudier l'interface entre les considérations environnementales et les décisions d'octroi de crédits bancaires aux entreprises, Thompson et Cowton (2004) ont adressé une série de questionnaires postaux et ont effectué des entrevues semi-directives auprès des analystes de crédit œuvrant dans des banques britanniques. Les principales questions ont portées sur la manière avec laquelle ces professionnels intègrent les questions environnementales dans leurs décisions d'octroi de crédit, les sources d'information utilisées et les recommandations pour assurer le développement du reporting environnemental. Les résultats obtenus mentionnent l'importance que les analystes de crédit accordent au rapport annuel nonobstant son

insuffisance en tant que source d'information sur les impacts environnementaux des entreprises. Ils démontrent qu'il y a une volonté de la part des interrogés à étendre la divulgation environnementale à d'autres formes et supports et à procéder à la publication d'un rapport environnemental distinct.

Dans un objectif de cerner la perception des analystes financier de la performance globale et l'issue d'une étude qualitative fondée sur des entretiens avec 25 analystes actions (analystes sell-side et by-side) et analystes crédits étudiant les obligations, les crédits bancaires), Saghroun et Eglem (2008) ont affirmé que les informations environnementales et sociales présentent un intérêt modéré pour les analystes. C'est ainsi que l'intégration complète des critères du développement durable par les analystes dans un avenir raisonnable reste encore à effectuer. C'est pour cela, les interrogés stipulent qu'un certain degré de normalisation pourrait favoriser une meilleure prise en compte de ces informations.

Avec le soutien de BNP Paribas, Novethic (2008) a conduit une enquête auprès d'un panel d'investisseurs institutionnels (assureurs, gestionnaires de mutuelles, caisse de retraite, fondation et association, fonds de pension...), localisés en France, au Royaume Uni et aux Pays-Bas, pour étudier leur responsabilité vis-à-vis des démarches ESG des entreprises. Les résultats révèlent que ce sont surtout les investisseurs français et britanniques qui se déclarent responsables des démarches ESG des entreprises dont ils sont actionnaires. Les français privilégient la dimension sociale alors que les britanniques mettent en avant la gouvernance. Le volet environnemental est classé en dernier lieu. Parmi les obstacles évoqués quant à l'exercice d'une influence sur les stratégies ESG, paraissent le désintérêt des bénéficiaires, le manque d'information et la méconnaissance de la nature des enjeux.

En se basant sur les préceptes de la théorie des parties prenantes, Belal et Roberts (2010) ont essayé d'examiner la perception du reporting social par des « non-managerial stakeholders » bangladais. Ils parviennent à démontrer que les pressions des marchés internationaux constituent un facteur explicatif du développement du reporting social au Bangladesh. Selon les interviewés, le processus actuel de normalisation de la comptabilité sociale néglige le contexte socio-économique local spécifique à un pays en voie de développement. De ce fait, ils mettent l'accent sur la nécessité pour les entreprises de communiquer des informations relatives à leur responsabilité sociale.

1.2.2. *L'impact des critères ESG sur la prise de décision des parties prenantes*

A travers leur étude, Zramdini et Fedhila (2003) ont essayé d'évaluer la perception de l'utilité de l'information à caractère social et environnemental lors de la décision d'octroi de crédit. Pour ce faire, ils ont fait recours à un questionnaire et à des études de cas auprès de 140 analystes de crédit œuvrant dans 6 banques commerciales tunisiennes. Ils parviennent à démontrer que dans une vision à long terme, l'information sociétale influence la décision d'octroi de crédits. Les analystes de crédit accordent plus d'intérêt à l'information relative à la performance environnementale de l'entreprise. L'information est perçue plus utile lorsqu'elle est présentée sous sa forme quantitative et publiée par un organisme indépendant.

En adoptant un design quasi-expérimental, Khemakhem et Turki (2007) ont demandé à 70 intervenants sur le marché financier tunisien d'allouer leurs investissements entre 3 entreprises se caractérisant par des performances environnementales différentes. Ils concluent

que l'information environnementale affecte la décision d'investissement dans la mesure où la société la moins performante sur le plan environnemental perd 13% de l'investissement et la société la plus performante connaît une hausse de l'investissement de 22%. La faible performance environnementale est considérée par les sujets comme étant génératrice d'un risque financier, alors que la bonne performance environnementale est équivalente à une opportunité financière.

Dans le même ordre d'idée, Richardsson et Holm (2008) déclarent que l'information environnementale sous la forme qualitative affecte la décision d'investissement à court terme, vu son potentiel de réduction de risques, et ce suite à une expérience effectuée auprès de trois groupes d'étudiants en classe terminale, spécialité finance.

Dhaliwal et al. (2010) ont analysé la relation entre la transparence de l'information extra-financière, appréhendée par la publication d'un rapport sur la RSE, et l'exactitude des prévisions préparées par des analystes financiers. Les résultats obtenus démontrent que la publication des rapports sur la RSE est associée avec un niveau significativement réduit d'erreurs au niveau des prévisions des analystes. Ils concluent que la divulgation relative à la RSE joue un rôle complémentaire pour garantir la transparence financière.

En examinant l'impact de la divulgation sociétale sur le comportement d'investissement dans quatre pays à savoir les Etats-Unis, le Japon, la France et la Suède, van der Laan Smith et al. (2010) ont mentionné qu'il existe une différence significative entre les réactions des investisseurs vis-à-vis de la divulgation sociétale de l'entreprise à travers les pays. Ils ont trouvé que ces réactions sont reliées aux orientations des investisseurs envers les parties prenantes (« investors' stakeholder orientation ») et concluent l'existence des différences à travers les nations quant à la perception de la pertinence de la divulgation sociétale par les investisseurs.

2. INVESTIGATION EMPIRIQUE

2. 1. Méthodologie de recherche

Afin d'identifier la perception que se font les professionnels du marché financier tunisien de l'importance des critères ESG adoptés par les entreprises et de dévoiler leurs attentes en ce qui a trait à la divulgation d'information portant sur ces critères, nous avons choisi, à l'instar de plusieurs chercheurs (Thompson et Cowton (2004), Whitehouse (2006), Saghroun et Eglem (2008), Hofmann et al. (2009), Belal et Roberts (2010)) de suivre une démarche qualitative. A cet égard, les outils d'investigation sélectionnés sont, respectivement, les focus groups et les entretiens semi-directifs. En effet, avoir une idée sur l'état de lieu des critères ESG dans le contexte d'un pays émergent comme la Tunisie nécessite le passage par une étude exploratoire pour recenser les avis des professionnels financiers et comprendre leur conception et l'utilisation éventuelle qu'ils font de ces critères. En ce sens, le choix des focus groups (ou des forums de discussion) et des entretiens semi-directifs est motivé par la volonté d'explorer de l'utilisation des critères ESG.

Pour garantir le bon déroulement des entrevues, la discussion a été axée sur un guide préparé au préalable. Ce guide contient trois types de pensées :

- *Une pensée descriptive*, portant sur le degré de compréhension et la conception des critères ESG par les professionnels financiers. Elle vise à saisir le degré de familiarisation des interlocuteurs avec les critères ESG et les concepts qui y sont liés.
- *Une pensée explicative*, pour pouvoir déceler la perception et le degré d'intégration des critères ESG dans la prise de décision d'investissement à travers des questions tels que : Comment percevez-vous les critères ESG ?, Ne pensez-vous pas que ces critères sont importants ?, Que pensez-vous de l'effort informationnel des entreprises en ce qui a trait aux critères ESG ?...
- *Une pensée pratique*, pour avoir une idée sur les visions des interviewés de l'avenir de ces critères et des solutions qu'ils proposent pour renforcer et avoir une meilleure opérationnalisation de ces critères en Tunisie.

Ainsi, les participants étaient invités à s'exprimer sur l'utilité des critères ESG pour la prise de décision d'investissement. Les séances de groupe de discussion et des entretiens semi-directifs, d'une durée allant d'une heure à trois heures, ont été enregistrées pour garantir le recueil de l'intégralité des propos, des notes aussi ont été prises.

Les catégories d'acteurs ciblées par notre enquête qualitative sont les professionnels financiers, plus précisément, les analystes financiers (sell-side et by-side) et les gestionnaires de portefeuilles. Le recours à ces parties prenantes est justifié par le fait qu'ils ont une capacité de traitement et de collecte d'information qui présente beaucoup d'intérêt pour les investisseurs qui, faute de temps et/ou de compétence, ont le plus souvent recours à leurs services (recommandation, conseil...) pour éclairer leurs choix d'investissement (Galanti (2006)).

La littérature antérieure (Saghroun et Eglem (2008), Bourghelle et al. (2009)) distingue entre :

- *les analystes sell-side* : qui travaillent dans des établissements financiers, des intermédiaires en bourse... Ils sont en relation directe avec les investisseurs et sont chargés d'émettre des recommandations pour leurs clients, et ;
- *les analystes by-side* : qui œuvrent auprès des investisseurs institutionnels et pour leur seul compte. Ils font des études très fondées pour le compte de leurs établissements (société d'investissement (gestion d'actif), fonds de pension ou fond mutuel). Ils fournissent des recommandations pour les gestionnaires du fonds.

Pour mener à bien notre enquête, nous avons retenu cette distinction. A cet égard, nous avons considéré comme analystes sell-side, les analystes qui travaillent dans les sociétés d'intermédiation en bourse et comme analystes by-side, ceux œuvrant dans les sociétés de gestion ainsi que ceux s'occupant des sociétés d'investissement à capital risque (les SICAR)⁸. Cette distinction paraît bénéfique dans la mesure où elle nous permet de recueillir non seulement les avis des analystes ayant une relation directe avec le marché financier mais aussi, de ceux traitant avec les petites et moyennes entreprises.

⁸ Il est à souligner, à ce niveau, que parfois l'analyste sera sous une double casquette celle du sell-side et celle du by-side, c'est pour cela, on a considéré les analystes s'occupant des SICAR comme des analystes by-side

Dans ce sens, notre enquête a été effectuée auprès de 23 professionnels financiers : 19 analystes financiers (11 analystes sell-side et 8 analystes by-side) et 4 gestionnaires de portefeuilles.

La répartition des interlocuteurs entre les focus groups et celle des entretiens semi-directifs sont présentées respectivement dans les deux tableaux ci- après :

Tableau 1 : Nombre de participants aux focus groups

	1^{er} focus group	2^{ème} focus group	3^{ème} focus group
Nombre de participants	3 analystes sell-side	2 analystes by-side	4 gestionnaires de portefeuilles

Tableau 2 : Nombre des entretiens semi-directifs par catégorie d'analyste

Types d'entretien	Analystes sell-side	Analystes by-side
Individuel	2	2
Par deux	3	2
Total	5	4

On constate que 3 focus groups ont eu lieu aux quels 7 personnes ont participé et 9 entretiens ont été réalisés dont 5 avec des analystes sell-side (2 entretiens individuels et 3 entretiens à deux) et 4 avec des analystes by-side (2 entretiens individuels et 2 entretiens à deux). Ainsi, au total, 14 analystes ont été interviewés dont 8 sell-side et 6 by-side.

2.2. Présentation des résultats de la recherche

2.2.1. Thème 1 : Les critères ESG... des notions entachées d'ambiguïté

A l'exception des analystes by-side qui paraissent plus familiarisés avec les notions ESG, vu qu'ils détiennent des relations d'affaires avec des investisseurs étrangers et que leurs bailleurs de fonds comptent des institutions financières internationales, la plupart des analystes sell-side et des gestionnaires ont trouvé du mal à fournir une définition de la responsabilité sociale de l'entreprise et reconnaître les indicateurs en relation avec les critères ESG.

Ces notions paraissent floues et paradoxales. Une certaine ambiguïté est associée à la notion de la responsabilité sociale de l'entreprise « ... *c'est ambiguë la responsabilité sociale, même les fonds, chacun a ses critères,...* » [Focus group 1].

Dans une tentative de définition de la RSE, l'accent est mis sur :

- les obligations de l'entreprise envers ses employés « qu'elle garantit les droits sociaux de ses employés » [Focus group 1],
- la transparence « *qu'elle soit transparente, qu'elle applique une éthique de travail adéquat* » [Focus group 1] ;
- l'utilisation rationnelle des ressources « *c'est enfin de compte, utiliser équitablement et efficacement les ressources mises à sa disposition pour produire des produits de qualité, tout dépend des besoins réels sur le marché, pour nous, c'est ça la RSE, c'est comment elle peut produire d'une façon équitable, d'une façon efficace en prenant en considération tout le contexte dans lequel elle est en train d'œuvrer*» [Focus group 1];

- le respect de l'environnement « *ce sont les sociétés qui respectent l'environnement et donc dont la politique d'investissement s'inscrit dans un label qui conserve les ressources pour les générations futures* » [Entretien 3] et ;
- le respect des lois « *déjà respecter les réglementations en vigueur dans les pays, voir peut être même à l'échelle internationale, obéir à certaines normes même si le pays est en dessous en terme de réglementation pour essayer d'être en adéquation avec les normes internationales que ce soit en normes de travail ou bien de réglementation pour avoir respecter l'environnement ou ses certifications* » [Entretien1].

Considérés comme « *une sorte de filtre* » [Entretien 3], les interviewés s'appuient sur une panoplie d'indicateurs pour cerner les critères ESG. Le tableau ci-après donne un aperçu sur les critères ESG que les interlocuteurs jugent les plus préoccupants:

Tableau 3 : Les critères ESG tels que définis par les professionnels financiers tunisiens

E	Protection de l'environnement ; réduction et contrôle de la pollution ; recyclage et utilisation de matériaux recyclés ; conservation de l'énergie par l'utilisation des énergies renouvelables ; efficacité énergétique...
S	RH : Fonds social ; octroi de crédits à taux préférentiel ; conventions collectives ; conventions sectorielles ; dialogue social ; cohésion social ; formation des employés ; bonnes conditions de travail ; hygiène et sécurité ; climat du travail ; efficacité de la main d'œuvre ; stocks options...
	Engagement envers la communauté : Engagement sociétal, donation d'argent pour la promotion des Festivals, des manifestations sportives, culturelles..., implication dans la vie associative...
G	Conseil d'administration : sa taille, son indépendance ; droits de vote ; représentation des employés et des actionnaires minoritaires dans le conseil d'administration ; qualité et expérience du management ; comité de rémunération ; audit et mécanismes de contrôle : commissaire aux comptes, co-commissaire aux comptes, comité permanent d'audit ; comité exécutif de crédit dans les banques ; transparence...

Dans une tentative d'expliquer leur connaissance limitée de ces notions, certains des répondants pensent qu'il s'agit de concepts qui ne sont pas suffisamment ancrés dans le cadre du contexte tunisien. Ils sont considérés comme « *un luxe qu'on ne va pas s'offrir pour le moment, d'ailleurs c'est le cas des pays émergents, ce n'est pas seulement pour le cas tunisien* » [Focus group 1]. D'autres vont au delà et pensent que demander aux entreprises de mener des actions en faveur de l'environnement, d'assurer de bonnes conditions de travail aux employés ne semble pas d'actualité pour un pays comme la Tunisie ou n'importe quel pays émergent.

Généralement, la mise en œuvre des critères ESG se heurte à une multitude d'obstacles. En effet, les critères ESG paraissent incompatibles avec la nature du tissu entrepreneurial tunisien composé en grande partie d'entreprises familiales de petite et moyenne taille. « *Notre tissu industriel est un tissu familial, la plupart des sociétés sont des sociétés familiales qui ne s'intéressent qu'aux chiffres et aux résultats* » [Entretien 9] ; « *La majorité des entreprises tunisiennes sont à plus que 40% détenues par des familles... donc on parle de problèmes familiaux plus de la gouvernance de l'entreprise* » [Entretien 6]. Ceci, fait en sorte que « *des besoins primaires ne sont pas encore satisfaits pour arriver à parler de ces critères là* » [Focus group 1]. Ces entreprises sont, le plus souvent, à la recherche d'un chiffre d'affaires leur permettant de couvrir leurs charges que « *de chercher un cadre de travail agréable, penser à l'environnement et comment gérer la relation entre dirigeants et subordonnés* » [Focus group 1]. Ainsi, la prise en compte des critères ESG par les entreprises paraît, comme le souligne un analyste sell-side, « *un investissement lourd* » [Entretien 9] pour celles-ci. Ceci convergent avec les propos de Capron et Quairel-Lanoizelée (2010, p.18) : « La

préoccupation semble surtout le fait des grandes entreprises multinationales, les PME qui sont souvent focalisées sur la survie économique à court terme et qui ont des ressources financières et humaines limitées, restent en dehors du mouvement ».

La souplesse des lois a été évoquée à maintes reprises comme un facteur freinant la prise en compte des critères ESG « *réellement, la loi est très souple* » [Entretien 3]. D'après les répondants, la loi semble non contraignante « *au niveau du code des sociétés commerciales, il y a juste la possibilité qu'un employé siège dans le conseil d'administration, c'est prévu par la loi, mais il n'y a pas d'obligation* » [Entretien 3]. Le non respect d'une obligation implique rarement des sanctions et « *même si la sanction existe, elle est insignifiante et parfois, on l'applique pas* » [Entretien 3]. Les interviewés voient que certains mécanismes, notamment ceux de la gouvernance, ne sont pas mis en œuvre par les entreprises malgré l'existence des lois à l'instar de la loi sur la sécurité financière du 20/10/2005. Dans ce sens, pour rendre les textes efficaces, une action réelle, et non formelle doit être menée par les instances de régulations (Hoarau et Teller (2005)).

La culture et la mentalité des investisseurs mais aussi des managers paraissent également des obstacles devant l'expansion ou la prise en compte de ces critères, il y a une récurrence des notions à l'instar « *...mais toujours c'est l'ancienne culture, l'ancienne mentalité* » [Entretien 9], « *ça dépend des mentalités, tant que la mentalité n'a pas changé, on peut trouver des solutions pour n'importe quelle chose émise par la loi* » [Entretien 8], ils soulignent qu'en matière de gouvernance par exemple, il est très difficile pour les managers d'accepter de déléguer la direction du patrimoine à quelqu'un d'autre.

Enfin, les comportements opportunistes des investisseurs apparaissent à l'encontre de ces critères. Ces comportements visent à optimiser le court terme. Le marché financier tunisien est caractérisé par une certaine focalisation sur les logiques financières à court terme (orienté plutôt vers le court terme et des investisseurs, en majorité, à la recherche d'un rendement instantané « *qui exigent la performance, même, avant d'ouvrir le compte* » [Entretien 3], ce qui rend les entreprises surexposées aux pressions économiques de court terme.

Une telle vision paraît en contradiction avec des éléments extra-financiers qui « passent par une gestion à long terme des relations avec les parties prenantes de l'entreprise, au premier rang desquels se trouvent son personnel, ses clients, ses fournisseurs... si on ajoute à cela la gestion des relations avec les pouvoirs publics et la communauté » (Brito (2005)).

2.2.2. Thème 2 : La perception des critères ESG par les acteurs financiers tunisiens

Malgré que les critères ESG ne soient pas bien développés dans le cadre tunisien, la plupart des interviewés notent qu'il y a « *une prise de conscience progressive la dessus mais c'est loin d'être le cas pour toutes les entreprises* » [Entretien 7]. La prise de conscience varie selon la taille de l'entreprise, le secteur d'activité et la structure de propriété étatique/privé). Une multitude de facteurs poussent certaines entreprises à intégrer ces critères dans leurs stratégies d'affaires. Cependant, l'effort informationnel portant sur ces critères demeure très réduit.

- Sous thème : Une prise en compte des critères ESG variable selon les entreprises

La plupart des analystes déclarent que la prise en compte des dimensions ESG varie selon les entreprises. Une distinction a été faite d'une part, selon la taille, entre les sociétés cotées qui ont déjà une certaine taille pour être admises au marché de la cote, et les petites et moyennes entreprises (PME) « *je pense que ça doit être corrélé à la taille parce que quand on est une petite entreprise, on n'a pas de grands budgets, donc on ne s'intéresse plus à la survie de l'entreprise mais lorsqu'on atteint une certaine taille c'est là qu'on se rend compte des risques potentiels et qu'on a la possibilité d'allouer des budgets à ces critères là* » [Entretien 4] et d'autre part, selon le secteur d'activité « *ça dépend généralement des secteurs, on ne peut pas généraliser tous les secteurs* » [Entretien 9] ; « *il est clair qu'on peut scinder les sociétés cotées en deux : les sociétés de service et les industries* » [Entretien 5].

En effet, une société cotée en bourse est supposée être plus transparente que les autres sociétés « *puisque'elle a fait appel à l'épargne, la moindre des choses qu'on peut s'attendre, c'est qu'elle gère ses problèmes sociaux* » [Entretien 1].

Cette distinction va de pair avec certaines études antérieures (Hackston et Milne (1996), Haniffa et Cooke (2005)) qui ont montré l'impact de certaines caractéristiques des entreprises (taille, secteur d'activité, statut de cotation) avec la divulgation au sujet de la RSE.

- **Sous thème:** Facteurs explicatifs de la prise en compte des critères ESG par les entreprises

Les interlocuteurs déclarent à l'unanimité que les critères ESG sont « *en train de se développer* » [Entretien 9] et d'être incorporés par certaines entreprises tunisiennes dans leurs démarches stratégiques.

En leur demandant, qu'est qui explique le fait que certaines entreprises accordent de l'importance à ces critères et fournissent un effort, bien qu'il est timide, pour diffuser l'information ESG, certains affirment que face à une faible performance financière, l'accent sera mis sur ces critères « *pour dissuader l'intention des investisseurs... c'est vrai qu'on n'est pas performant sur le volet financier mais nous sommes en train de faire quelques modifications au niveau du management (un plan stratégique, politique sociale...)* » [Entretien 3]. En présence de dispositions légales, les entreprises vont essayer à se conformer « *s'il y a une obligation légale, elles vont se tenir à l'obligation légale et l'évoquer au niveau des prospectus* » [Entretien 9] afin d'obtenir des subventions et éviter toute éventuelle pénalité.

Dans un but d'amélioration de leur image de marque et leur notoriété et se distinguer, les entreprises peuvent s'engager en faveur de ces critères. Elles peuvent penser à ce que les critères ESG sont susceptibles de leur conférer un avantage compétitif en termes de création de valeur à long terme. Ainsi, la communication ESG constitue une « nouvelle forme de communication marketing ». En conséquence, avoir une bonne réputation aide à améliorer l'image de l'entreprise et permet d'attirer les nouveaux talents « *les personnes les bien formées qui sont à la recherche d'un avenir professionnel en adéquation avec leurs compétences* ». [Entretien1] ainsi que de les retenir, ou certains investisseurs étrangers et plus précisément les fonds d'investissement étrangers le plus souvent soucieux des notions en rapport avec le développement durable et désirant investir d'une manière socialement responsable.

La volonté de conquérir de nouveaux marchés notamment des marchés étrangers ou la recherche d'un partenariat stratégique peuvent aussi expliquer l'intégration de ces critères, en

effet, disposer d'une certification ISO 14 001 permet d'avoir plus de facilités pour commercialiser un produit à l'étranger, « *une société qui veut exporter si elle n'a pas certaines normes minimales, elle pourra difficilement passer.* » [Entretien 5], « *elles sont obligées de le faire dans le cadre de partenariat avec des groupes étrangers* » [Entretien 3]. Ainsi, les critères ESG peuvent servir comme un outil de vente. En conséquence, les entreprises qui détiennent des relations d'affaires avec l'étranger se trouvent dans l'obligation « *de suivre les normes internationales* » [Entretien 9] pour s'adapter aux changements des référentiels internationaux. Force est de constater que nombre d'entreprises qui étendent leurs activités à l'échelle mondiale sont les plus communicantes en matière de critères ESG.

L'émergence d'une nouvelle génération d'hommes d'affaires qui ont étudié dans les grandes écoles est également de nature à améliorer la prise en compte de ces critères « *il y a une amélioration puisque c'est un changement de génération, c'est une nouvelle génération d'hommes d'affaires ou de patrons d'entreprises qui ont une culture différente* » [Entretien 3].

Enfin, la concurrence a été évoquée comme un facteur pouvant inciter les entreprises à accorder de l'importance à ces critères « *c'est le développement, l'ouverture, les cadres ont changé et ont pris conscience, les multinationales viennent s'installer ici donc de peur de perdre les acquis qui sont les employés, elles essaient d'être à l'image de ces multinationales et donc instaurer un système de gouvernance bien défini et mener des actions socialement responsables* » [Entretien 8].

- Sous thème: Effort informationnel ESG réduit

Les entreprises tunisiennes apparaissent réticentes à véhiculer les informations ESG. Elles ne semblent pas prêtes d'aller au delà du respect des obligations légales⁹. Il y a un véritable problème de communication par rapport à l'obtention de l'information « *on n'a pas ce type d'information dans le détail* » [Entretien 5], ce même analyste stipule qu' « *il y a toujours un petit rapport sur ce qui a été fait sur le plan environnemental et social, c'est vraiment succinct et réservé au conseil d'administration* ».

Les analystes font eux même la recherche de l'information. Ainsi, l'information ne paraît pas vraiment très structurée « *on ne peut pas le savoir, il n'y a pas beaucoup de communication d'information...* » [Entretien 9]. En absence d'obligation réelle¹⁰, les entreprises disposent d'une grande liberté en ce qui a trait à la communication ESG « *...ce n'est pas exigé donc ce n'est pas tout le temps disponible* » [Entretien 3], « *c'est leur propre volonté* » [Entretien 1].

Du moment où c'est volontaire, lorsque les entreprises se rendent compte que ça peut nuire à leur image de marque, généralement, elles ne communiquent pas. Ainsi, le manque d'information rend l'effort informationnel « *limité pour ne pas dire inexistant* » et « *est entrain de laisser court aux rumeurs du marché.....il y a trop de rumeurs et la rumeur provient du manque d'information* » [Entretien 3]. Ceci rend difficile pour les professionnels financiers «de disposer d'informations fiables et comparables qui sont décrites avec acuité et traduisent l'expérience concrète du praticien » (Antoine Salin (2005)).

⁹ Dispositions du système comptable des entreprises tunisiennes de 1996.

¹⁰ Malgré l'existence de certaines recommandations de la part du CMF pour publier certaines rubriques et certains comptes dans les rapports annuels.

2.2.3. Thème 3 : L'intégration des critères ESG dans la prise de décision d'investissement des acteurs financiers tunisiens

Eu égard aux critères financiers, les critères ESG occupent une place secondaire. Les analystes paraissent « de plus en plus assujettis à des logiques purement financières qui relèguent, de fait, au second plan la prise en compte » des critères ESG (Hoarau et Teller (2005)). La prise en compte de ces critères dépend d'une part, du type d'investissement (prise de partenariat ou investissement en bourse), et de l'horizon d'investissement (court terme versus long terme). L'absence de définition de ces critères constitue une entrave à leur intégration dans le processus de prise de décision d'investissement. Cependant, certains analystes déclarent la prise en compte de critères religieux dans leurs décisions d'investissement.

- Sous thème : Les critères ESG ... des critères secondaires à la prise de décision d'investissement

Lors de la préparation d'un diagnostic ou d'une analyse, les analystes ont déclaré qu'ils ne négligent pas ces critères, « on voit tout ce qui est social, évolution, formation, accidents de travail, taux d'absentéisme » [Entretien 5]. Les critères ESG sont des critères « d'aide à la prise de décision » [Entretien 8] d'investissement ou de choix des valeurs pour les portefeuilles. Selon certains analystes, ces critères servent à appuyer une prise de décision ou une recommandation d'achat, de vente ou de conservation et ne constituent en aucun cas un déterminant de la prise de décision d'investissement « la performance financière est avant tout, si on a une société qui répond à tous les critères, une bonne rentabilité, de bonnes perspectives..., le top management appui la décision » [Entretien 9], « Il y a peu d'entreprise qui ont été épinglées par rapport à ces critères » [Entretien 1]. Ainsi, les critères ESG ne constituent pas une raison pour le choix d'une entreprise « ce ne sont pas des critères qui sortent en premier lieu » [Entretien 5]. Ils semblent être un appui « aux décisions que les acteurs financiers veulent ou souhaitent prendre dans la gestion de leurs actifs ». Une prise de décision repose implicitement sur ces critères.

Réellement, les analystes s'attendent à ce que les entreprises respectent les critères ESG, un analyste sell-side déclare « pour moi, lorsque une société communique qu'il n'y a pas de conflits sociaux pour moi c'est la norme peut être ça me gênerai s'il y a un conflit qui va coûter l'argent » [Entretien 9].

Ceci dit, toute information défavorable dans la mesure où elle porte sur les grèves, mal à l'aise social... est mal perçue et peut être, sans doute, considérée comme un signe de problème (une baisse de productivité) au sein de l'entreprise, susceptible de perdre de la valeur à l'entreprise « une grève, c'est un arrêt de production et un arrêt de production c'est simple, c'est un manque à gagner » [Entretien 9].

Les informations ESG défavorables paraissent prioritaires dans le processus de prise de décision d'investissement « ce sont des critères que je priorise en cas de situation difficile, je peux les utiliser, sinon c'est relativement marginal dans la décision d'acheter ou pas une valeur » [Entretien 7], « si tous les critères sont négatifs, on fait très attention même si l'entreprise va très bien, on sait que le risque est important et peut avoir un incident voir un accident et indirectement pénaliser la valeur... » [Entretien 5].

- Sous thème: L'horizon d'investissement: un déterminant de l'intégration des critères ESG dans la prise de décision d'investissement

Certains interlocuteurs soulignent que la prise en compte des critères ESG dans les décisions d'investissement est tributaire d'une part de la nature de l'investissement et d'autre part, de l'horizon de placement. Un analyste by-side [Entretien 5] propose de faire la différenciation entre les investisseurs qui investissent dans des sociétés non cotées et qui le plus souvent s'intéressent à ces critères, vu que souvent, ce sont des fonds qui prennent une place stratégique dans le cadre d'un partenariat, des boursicoteurs ou des fonds qui veulent aller directement en bourse. Ces derniers s'arrêtent surtout sur des critères financiers. Généralement, les fonds qui rentrent dans les PME apportent à part l'argent le savoir faire, ils les aident à se structurer et à mettre en place de bonnes pratiques pour aller plus loin.

Les critères ESG s'inscrivent dans une logique de pilotage à long terme. Ils n'ont ni de valeur financière immédiate, ni de retombée financière à court terme. Ils génèrent de la valeur à l'entreprise mais à long terme *«Il s'agit d'un investissement de très long terme aux ressources pérennes... les investissements incorporant une dimension de développement durable s'inscrivent dans une approche combinant prudence et vision à long terme »* [Focus group 1]. Ainsi, Pour un investissement à long terme, il serait certainement mieux de faire converger respect de critères financiers et extra-financiers *« si à court terme ça veut dire des dépenses plus importantes, à long terme ça veut dire qu'on valorise la société, c'est pourquoi cet investissement sera largement justifié ... donc à court terme ça peut paraître comme une charge »* [Entretien 4].

- Sous thème : Classement des critères ESG selon leur importance pour la prise de décision d'investissement

Tous les enquêtés soulignent l'importance des critères ESG vu leur lien avec la notion de création de valeur *« on peut projeter que cette entreprise là a plus de chance de dégager une rentabilité supérieure ou créer de la valeur positive...l'importance de ce sujet est avant tout la rentabilité à mon avis »* [Focus group 1].

En essayant de les classer par ordre d'importance pour la prise de décision, la gouvernance se trouve à la tête du classement. Une bonne gouvernance est susceptible d'améliorer le volet social et le volet environnemental *« la qualité du management oui, tout ce qui est formation en personnel oui peu, ça dépend du secteur d'activité, mais tout ce qui est environnement, ça c'est très nouveau »* [Entretien 9], *« les mécanismes de gouvernance ont une influence sur la perception de la valeur sur le marché...je pense que le social ou l'environnemental ne sont pas de grands critères de prise de décision... ça se rajouté à la décision »* [Entretien 9].

- La primauté de la « corporate governance »

L'accent est plutôt mis sur la gouvernance de l'entreprise. Elle est considérée comme étant le thème le plus important, le thème central du suivi des entreprises *« c'est un critère qui est important pour investir dans les sociétés cotées, c'est la gouvernance qui vient en premier lieu vu que une bonne gouvernance garantit que tout le reste suit »* [Entretien 5] dans la mesure où elle *« favorise la mise en place d'une structure de gestion plus transparente et plus rigoureuse, permet aux entreprises de multiplier le volume de leurs activités »* [Entretien 5]. Son importance découle du fait qu' *« elle instaure un climat de confiance pour les investisseurs »* [Focus group 1].

La gouvernance paraît comme un facteur influant la prise de décision « *c'est la première chose qu'on regarde pour introduire une société en bourse...c'est le premier critère qu'on voit par rapport aux deux autres critères ... la décision de continuer à travailler dans certains dossiers dépend largement de la gouvernance d'entreprise* » [Entretien 8].

Les répondants s'accordent à dire qu'il y a une relation entre la gouvernance et les autres critères (environnementaux et sociaux) « *c'est la locomotive de tout ce qui est critères qualitatifs, c'est la gouvernance qui traine le reste environnemental, social...* » [Entretien 3].

Ils mettent en évidence l'impact de la gouvernance sur les chiffres financiers « *la gouvernance a un impact indirect sur la performance et par conséquent sur les cours boursiers des valeurs. A mon avis une bonne gouvernance est traduite systématiquement sur le cours* » [Entretien 3]. Dans ce sens, un analyste sell-side [Entretien 1] a indiqué que lors d'une nomination d'un PDG, ayant fait ses preuves au paravent, à la direction d'une banque, le cours boursier a fait une bonne percée. Le jour de son départ, le cours a recheté.

- *Les volets social et environnemental ... rangés au second rang*

Les analystes by-side considèrent le volet social comme « *une soupe de sécurité* » [Entretien7]. La politique sociale s'insère dans une stratégie globale de management. Une politique sociale bien définie et cohérente joue un rôle important dans le maintien de la compétitivité de l'entreprise et la garantie de sa rentabilité future.

Les actions sociales de l'entreprise sont de nature à éclairer la décision d'investissement « *c'est très important de regarder les critères sociaux qualitatif et quantitatifs, la pyramide d'âge, la concentration par qualification, le taux d'encadrement, l'ancienneté, je parle en tant que by side qui va recommander la société à un fonds* » [Entretien 7].

Dans une situation de concurrence pure et parfaite, un sureffectif ou une rotation élevée de l'effectif est de nature à augmenter le coût de production et par conséquent, conduit l'entreprise à perdre sa part de marché, d'où, pour s'assurer de l'inexistence de problèmes latents, un analyste by-side déclare que « *dans un processus de privatisation d'une société publique par exemple, il est indispensable de voir la pyramide d'âge, l'effectif, la politique sociale de la société, le turnover, les chartes sociales, les échelles catégoriques, la politique de promotion...* » [Entretien 7]. En effet, les problèmes sociaux « *peuvent constituer sur deux ou trois ans des zones de risques entraînant le ralentissement de la production* » [Entretien 7].

Selon certains analystes, l'aspect social est rentré dans les mœurs des banques tunisiennes, elles communiquent par exemple par rapport à leurs taux d'encadrement et surtout lorsqu'elles procèdent à la création d'un centre de formation [Entretien 1].

La nature du secteur d'activité paraît déterminante de l'importance des critères environnementaux. Ce sont plutôt les industries qui sont intéressées par la préservation de l'énergie, le traitement des déchets...« *pour le volet environnemental, ça varie selon les secteurs, si c'est une société industrielle, ça devient plus technique et si c'est des sociétés de service ou autre c'est plus limité* » [Entretien 4].

Ce sont plutôt les analystes by-side qui manifestent un intérêt pour les questions environnementales. Dans ce sens, un analyste by-side stipule que « *pour les sociétés de notre portefeuille, on a recours à une ressource externe, un spécialiste de l'environnement qui visite les entreprises où on investit avant l'investissement et pendant la durée du suivie d'année en année, il nous aide à mettre en place un plan d'action pour remédier à toute sorte*

d'insuffisance et se charge de nous guider en terme de tout ce qui est déchet solide, déchets liquides, propreté de l'air, la sécurité de travail...» [Entretien 4], ce même analyste ajoute que *«l'environnement, pour nous, est une composante très forte »* [Entretien 4].

Les actions en faveur de l'environnement ne présentent aucune influence ni sur la prise de décision d'investissement, ni sur les cours boursiers *« ...en aucun moment, une valeur a été sanctionnée pour avoir polluée »* [Entretien 1]. Deux exemples d'entreprises sont les plus souvent cités par les professionnels financiers à cause de leurs actions en faveur de l'environnement : ASSAD, entreprise de fabrication de batteries, qui a eu une communication par rapport à la récupération et au traitement des batteries de rechange [Entretien 1] et MONOPRIX, une entreprise de distribution qui à travers les sacs non polluants paraît respectueuse de l'environnement.

- Sous thème : Entraves à l'intégration des critères ESG dans la prise de décision d'investissement

L'approche d'intégration des critères ESG dans le processus de prise de décision d'investissement semble soumise à des contraintes. En effet, face à l'absence d'une définition de ces critères, il ne paraît pas surprenant que les professionnels financiers l'associent rarement à leurs processus de prise de décision *« réellement, concrètement, on a du mal à apprécier ces critères...s'il y a avait un questionnaire ou une série de questions de satisfaction des employés, j'aurai du dire dans ce cas que cette société a une politique sociale claire avec des objectifs en fonction de ses performances... Il n'y a aucune société qui a fait un questionnaire, une enquête pour son personnel... »* [Entretien 3]

Le caractère qualitatif de ces critères les rend non porteurs de sens pour leur intégration dans leur prise de décision *« il y a un problème de quantification de ces critères qui rend l'intégration difficile »* [Entretien 7]. Ces critères ne présentent pas beaucoup de sens du point de vue de l'analyse de la valeur *« les critères qualitatifs sont encore négligés et n'interviennent pas dans le processus de prise de décision des investisseurs »* [Entretien 3].

- Sous thème : L'intégration des critères religieux dans la prise de décision d'investissement

Récemment, une nouvelle forme d'investissement a vu le jour en Tunisie, à savoir l'investissement Sharia. Certains analystes ont déclaré que les sociétés d'intermédiation boursière ou de gestion dans les quelles ils travaillent, ont opté pour la création des fonds à vocation islamique ou éthique (qui n'ont pas encore commencé à investir). Ces fonds sont perçus par les professionnels financiers comme un produit particulièrement conçu pour attirer *« des clients qui veulent investir d'une manière islamique »* [Entretien 2] et pour *« récupérer beaucoup de clients ont commencé à fuir la bourse parce qu'ils ne veulent plus acheter dans les banques, les sociétés de leasing, les sociétés de distribution... il s'agit d'un produit d'appel »* [Entretien 2].

Ainsi, Les critères ESG semblent avoir un équivalent sur le marché tunisien qui sont les critères religieux *« en Tunisie, bon peut être pas spécialement, mais dans le monde musulman, on a quelque chose qui est équivalente, qui s'approche des critères ESG qui est Shariah-compliant qui grosso modo épuise ses sources dans l'investissement responsable, les actifs tangibles, dans la responsabilité sociale ... avec quelques critères de plus »* [Focus group 1].

Le choix ou la liste des sociétés dans lesquelles les fonds islamiques vont investir est identifié par un comité de conformité présidé par un ancien mufti de la république. Ce choix est motivé tant par des filtres en termes du secteur d'activité « *déjà banque, assurance, société de leasing, tout le secteur financier est éliminé, les sociétés de distribution à écarter aussi vu qu'elles distribuent de l'alcool de même pour les sociétés immobilières qui sont généralement très endettées* » [Entretien 2] et en termes d'indicateurs financiers « *la dette de l'entreprise ne doit pas dépasser 30% de la capitalisation boursière* » [Entretien 6].

2.2.4. Thème 4 : Recommandations pour une meilleure opérationnalisation des critères ESG

Les professionnels financiers semblent optimistes quant à l'avenir de ces critères en Tunisie « *c'est un sujet d'avenir, et comme ils disent, pas mal d'experts, la prochaine bulle sera verte* » [Focus group 1], « *ces critères prennent de plus en plus d'ampleur dans le monde, la Tunisie subit la mondialisation* » [Entretien 7], « *c'est des critères qui vont avoir de l'avenir parce qu'il y a des effets de mode...* » [Entretien 2]. Dans l'avenir, les entreprises seront, désormais, face à divers enjeux stratégiques, opérationnels et de management. « *... elles doivent s'adapter pour garder un peu l'avantage plus ou moins compétitif ou concurrentiel* » [Focus group 1].

Une orientation législative sera de nature à clarifier l'importance potentielle des questions ESG et à aider leur intégration dans l'analyse de l'investissement. Cependant, un environnement législatif favorable ne vaut rien sans la conscience individuelle de l'importance de ces enjeux. Pour une meilleure opérationnalisation des critères ESG en Tunisie, les professionnels financiers paraissent plutôt pour l'intéressement, la motivation des entreprises que pour avoir une loi supposée être contraignante « *pour pouvoir avancer sur ce sujet, il ne suffit pas d'émettre des lois, mais il faut les appliquer* » [Entretien 3]. Ils suggèrent qu'il faut « *aller progressivement, inciter et sanctionner ces incitations et après passer à l'étape lois* ». [Entretien 5]. Le législateur, pour sa part, est appelé à accompagner les mutations actuelles par la régulation.

Coté information, une plus grande transparence de la divulgation de l'information ESG paraît une méthode pratique pour améliorer la situation. Dans ce sens, les entreprises sont invitées à intensifier leurs efforts de communication de l'information ESG, ce qui permet de disposer d'une information ESG de qualité de nature à avoir une incidence sur la décision d'allocation d'actifs. Certains analystes considèrent que l'adoption des normes IFRS sera susceptible d'améliorer le reporting en général « *si on adopte les normes IFRS, ça sera un nouveau départ...* » [Entretien 3]. Cependant, il y a une volonté d'accroître les obligations d'information et plus spécifiquement l'information ESG. Ils préfèrent des informations ESG portant plutôt sur les résultats « *ce n'est pas les politiques ou les principes, c'est les résultats* » [Entretien 8]. Ainsi, pour avoir une communication d'information de qualité, une information faisant référence aux principes, aux politiques et aux résultats paraît indispensable.

Pour une meilleure opérationnalisation des critères ESG, les interrogés mettent l'accent surtout sur la nécessité d'avoir une définition adéquate de ces critères. Il convient d'un point de vue pratique, de délimiter les contours des critères ESG et de définir leur signification. La définition et l'identification de ces critères favorise, certes, leur prise en compte, d'une part, par les entreprises dans leurs stratégies d'affaires et d'autre part, par les preneurs de

décisions. Avoir des indicateurs prédéfinis de ces dimensions est susceptible de produire des pratiques de divulgation plus comparables « *il faut avant tout savoir c'est quoi les critères parce que peut être ces critères ne doivent pas être les mêmes que ceux dans les pays développés...vu que ce n'est pas les mêmes besoins, les mêmes processus de développement.... Il faut définir, ces critères, avant tout* » [Focus group 1]. Ils présumant qu'une quantification de ces critères est de nature à faciliter leur intégration. Ainsi, les entreprises ont intérêt à faire véhiculer un discours, plutôt chiffré, en faveur de ces critères.

CONCLUSION

La dernière crise financière a renforcé l'intérêt pour les notions de la RSE et du développement durable aussi bien pour les professionnels que pour les académiciens. Dans le cadre de cette étude exploratoire basé sur des focus groups complétée par des entretiens semi-directifs, nous avons essayé d'examiner la connaissance des concepts liés à la RSE et la perception des critères ESG par des professionnels du marché financier tunisien. Ces derniers sont censés être les mieux placés pour examiner les informations diffusées et analyser les performances des entreprises.

L'offre d'information ESG est de nature à permettre de mieux valoriser les entreprises par les utilisateurs externes et plus spécifiquement par les investisseurs. Les pratiques de diffusion d'information ESG jouent un rôle important dans l'amélioration de l'image de l'entreprise. Leur utilité réside dans le fait qu'elles représentent un moyen susceptible de favoriser une transparence et une meilleure prise de décision.

Les résultats obtenus de l'analyse des focus groups et des entretiens semi-directifs révèlent « la connaissance limitée » des ces critères par les interrogés. Ce sont plutôt les analystes qui détiennent des relations avec des bailleurs de fonds étrangers qui ont déclaré leur connaissance de ces critères. L'absence d'une définition claire de ces critères, l'insuffisance des efforts informationnels des entreprises dans ce sens et leur caractère qualitatif constituent des entraves à leur prise en compte. Ceci dit, les opérateurs financiers déclarent les intégrer implicitement dans leurs décisions d'investissement et déclarent la primauté des critères de la « corporate governance » par rapport aux deux autres critères. Ainsi, dans le cadre d'un pays émergent, les critères ESG sont loin d'être des déterminants de la prise de décisions d'investissement mais ça n'empêche pas qu'ils jouissent d'un rôle important et peuvent l'influencer. Toutefois, on peut mentionner à cet égard l'existence d'un penchant vers les critères éthiques islamiques.

Comme la plupart des recherches qualitatives, outre le caractère subjectif des données collectées, cette étude s'est limitée à l'interrogation des seuls analystes financiers et gestionnaires de portefeuilles. De nos jours, les notions liées à la RSE demeurent des notions qui suscitent l'intérêt des chercheurs dans divers disciplines. Dans de futures recherches, on se propose d'étendre l'étude à d'autres acteurs financiers, banquiers, comptables, assureurs... de même, le recours à d'autres méthodologies sera susceptible de d'éclairer l'impact réel des critères ESG sur la prise de décision.

BIBLIOGRAPHIE

- Acquier A., Aggeri F. (2008). Une généalogie de la pensée managériale sur la RSE. *Revue Française de Gestion* 180 (1) : 131-157.
- Bassen A., Kovacs A.M. (2008). Environmental, Social and Governance Key Performance Indicators from a Capital Market Perspective. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik (ZFWU)* 9(2): 182-192.
- Belal A. R., Roberts R.W. (2010). Stakeholders' Perceptions of corporate Social Reporting in Bangladesh. *Journal of Business Ethics* 97: 311-324.
- Bel Haj M., Damak-Ayadi S. (2010). Financial performance, environmental performance and environmental disclosure: The case of Tunisian firms. 31^{ème} Congrès de l'AFC, Nice.
- Blanc D. (2010). L'investissement socialement responsable, une alternative du « court termisme » financier ? Novethic.
- Bourghelle D., Jemel H., Louche C. (2009). The integration of ESG information into investment processes: toward an emerging collective belief? Working paper.
- Business for Social Responsibility (BSR) (2008). Environmental, Social and Governance: Moving to Mainstream Investing? www.bsr.org
- Buzby S. L., Falk H. (1978). A survey of the interest in social responsibility information by mutual funds. *Accounting, Organisations and Society* 3 (4):191-201.
- Buzby S. L., Falk H. (1979). Demand for Social Responsibility Information by University Investors. *The Accounting Review* 54 (1): 23-37.
- Capron M., Quairel-Lanoizelée F. (2007, 2010). La responsabilité sociale d'entreprise. Editions la Découverte, Paris.
- Carroll A. B. (1989). Business and Society. South Western Publishing, Cincinnati.
- Clarkson M. (1995). A stakeholder frame-work for analysing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review* 20 (1): 92-117.
- Dhaliwal D., Radhkrishanan S. Tsang A. et Yang Y.G. (2010). Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure. Working paper.
- EIRIS (2009). The Value of Environmental, Social and Governance Factors for Foundation Investments. EIRIS Foundation Charity Project.
- Evraert S. et Lacroix M. (2005). Responsabilité sociale et reporting de la performance. Dans La responsabilité sociale de l'entreprise (Eds, Le Roy F., Marchesnay M.). Editions Management et Société.
- Freeman R. E. (1984). Strategic Management: A stakeholder approach. Pitman Publishing.
- Freitas H., Oliveira M., Jenkins M. et Popjoy O. (1998). The Focus Group, a qualitative research method. ISRC, Merrick School of Business, University of Baltimore.
- Galanti S. (2006). Les analystes financiers comme intermédiaires en information. Doctorat en sciences économiques, Nanterre :Université Paris X,.
- Golli A. et Yahiaoui D. (2009). Responsabilité sociale des entreprises : analyse du modèle de Carroll (1991) et application au cas tunisien. *Revue Management et Avenir* 23 : 139-152.
- Hackston, D., Milne, M. (1996). Some determinants of social and environmental disclosure in New-Zealand companies. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* 9(1): 77-108.
- Haniffa, R.M., Cooke, T.E. (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of Accounting and Public Policy* 24: 391-430.

- Hoarau C. et Teller R. (2005). Information financière et responsabilité sociale des entreprises. Dans La responsabilité sociale de l'entreprise (Eds, Le Roy F., Marchesnay M.). Editions Management et Société.
- Igalens, J. (2009). La reddition de comptes en matière de RSE. *Journal des sociétés* 69 : 34-40.
- Igalens J. et Point S. (2009). Vers une nouvelle gouvernance des entreprises. Editions Dunod.
- Jaggi B. et Zhao R. (1996). Environmental performance and reporting: perceptions of managers and accounting professional in Hong Kong. *The international Journal of Accounting* 31 (3): 333-346.
- Khemakhem H. et Turki H. (2007). L'information environnementale et la prise de décision d'investissement: Etude empirique dans le cadre d'un marché émergent. *28^{ème} congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité*, Poitiers.
- Labaronne D. et Gana-Oueslati E. (2010). Analyse comparative du cadre institutionnel de la RSE au Maroc et en Tunisie. http://www.asectu.org/userfiles/18_Labaronne_Gana.pdf.
- Mitchell R. K., Wood J.D. et Agle B.R. (1997). Towards a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review* 22 (4): 853-887.
- Naro G. (2005). Responsabilité sociale de l'entreprise et pilotage des performances. Dans La responsabilité sociale de l'entreprise (Eds, Le Roy F., Marchesnay M.). Editions Management et Société.
- Novethic (2009). Que pensent les gérants du « Private Equity » de l'intégration des critères ESG ? Une enquête du centre de recherche ISR de Novethic.
- Novethic, BNP Paribas Investment Partners (2008). Les investisseurs institutionnels se sentent-ils responsables des politiques ESG des entreprises dont ils sont actionnaires ? Une enquête du centre de recherche ISR de Novethic.
- O'Dwyer B., Unerman J. et Hession E. (2004). The emergence and future development of corporate social disclosure in Ireland: The perspectives of non-governmental organizations. Fourth Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference Singapore.
- O'Neill L. (2009). Pension Fund Investment and Disclosure: Acknowledging Environmental, Social and Governance Considerations. Submission to the Federal Department of Finance, Financial Sector Division. Shareholder Association For Research and Education.
- Quairel F. (2005). La mesure de performance sociétale à l'aune de l'instrumentation comptable et financière. Dans La responsabilité sociale de l'entreprise (Eds, Le Roy F., Marchesnay M.). Editions Management et Société.
- Rikhardsson P. et Holm C. (2008). The effect of environmental information in investment allocation decisions-an experimental study. *Business Strategy and the Environment* 17: 382-397.
- Saghroun J. et Eglem J.Y. (2008). A la recherche de la performance globale de l'entreprise : La perception des analystes financiers », *Comptabilité- Contrôle- Audit* 14 (1) :93-118.
- Tschopp D.J. (2005). Corporate Social Responsibility: A Comparison between the United States and the European Union. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 12: 55-59.
- Thompson P. et Cowton C.J. (2004). Bringing the environment into bank lending: implications for environmental reporting. *The British Accounting Review* 36:197-218.
- Van der Laan Smith J., Adhikari A., Tondkar R. H. et Andrews R. L. (2010). The impact of corporate social disclosure on investment behaviour: A cross-national study. *J. Account. Public Policy* 29: 177-192.
- Whitehouse L. (2006). Corporate Social Responsibility: Views from the Frontline. *Journal of Business Ethics*, 63:279-296.
- Zramdini O. et Fedhila H. (2003). La perception de l'utilité de l'information à caractère social et environnemental pour la décision d'octroi de crédits : Cas des banques commerciales tunisiennes. *La Revue du Financier*, Complément N°141.