

Appendices

Appendix 1: Table summarizing the interviewees' profile

Role	Institution name	Type of institution	Location	Number of years of experience	Signatory of PRI
Junior portfolio manager (Interviewee 1) and Head of investment solutions & fund selection (interviewee 2)	Belfius Investment partners	Small asset management company, part of a larger group	Belgium	2years and +20years	Yes (2019)
Economic advisor and co-founder	Orcadia asset management	Small sustainable asset management company	Luxembourg	+20years	Yes (2019)
ESG & sustainable investment strategist	Degroof Petercam	Medium-sized asset management	Belgium	8 years	Yes
Head of ESG	Groupe Bruxelles Lambert	Holding	Belgium	+25 years (in various institutions)	/
Investment analyst	/	Investment bank 1, focus on investing on private company	Global operations	2years	Yes
Investment analyst	/	Investment bank 2, focus on lending to companies	Global operations	1 year	Yes
Thematic fund manager	/	Large sustainable asset management company	Global operations	+10years	Yes
ESG analyst	Triodos	Medium sustainable asset management	The Netherlands	1year	Yes
Thematic fund manager	Triodos	Medium-sized sustainable asset management	The Netherlands	+5years	Yes

Appendix 2: Interview guide

Good Morning,

As you know my name is Sam, I am a master student at the Louvain school of Management in the Major in corporate sustainable development. You agreed to be interviewed over the use of non-financial information in investment decisions. This interview will take approximately 1-hour 15minutes.

First of all, as a practical matter, do you agree to be recorded during this interview in order to the transcription process the interview?

Before we start, do you have any question?

- Could you present yourself? (5min)
 - What company do you work for? (if allowed) or Type of institution?
 - What is your position?
 - How long have you been working in this field? What is your experience?
 - What type of clients do you have?

General introduction (5min)

- How important is sustainability for the financial world?
 - Do you consider it as a goal, an opportunity, a barrier/constraint?

Responsible investment practices (5min)

- Is your institution part of any initiative for sustainable investment ? (PRI, SDG,...)
 - Principles for responsible investments
 - Why are you (not) part of it?
 - Do you follow strictly these principles for every investment?
 - SDGS
 - Do you consider the SDGs while investing?
 - If so, how do you integrate them in your investment decisions?

Need for information (15min)

- Could you describe me your typical investment process?
 - What are the different steps?
 - What information do you consider?
 - Do you use ESG information?
 - What value do you give to ESG data when assessing a potential investment?
 - What are the different sources of info that you use?
 - Companies report

- Ratings (DJSI, MSCI,...)
 - Information aggregator (Sustainalizer, MSCI,...)
 - In-house researches
 - Other data?
- What is your opinion on aggregated metrics that summarize the information such as ESG ratings?
 - Why do you (not) use those ratings?
 - What metric format do you find the most useful aggregated or detailed? why?
- Do you have ESG experts on your team?
- Do you refer to external experts?
- What tools do you use to integrate ESG information?
 - Do you use any IT tools such as AI to predict ESG risks or to analyze ESG information? why? why not? which ones?

Deep dive in companies reports if the interviewee has knowledge about sustainability reports (10min)

- How often do you use them?
 - Why?
- What type of sustainability report do you find the most relevant? (separated, joined, integrated)
 - Why is it your preferred?
 - Do you believe that integrated reports bring added value? Why?
 - Does such type of report change the way you consider the information?
- What is the impact of external assurance on your use of the report?
 - Does it increase the value of the information written in the report?
- What do you look for in those reports?
- Is there something lacking in those reports?
- Do you think that ESG public information is enough?

Investment strategies (15 min)

- Why do you use this information? (+ exploration of the needs)
 - Risks
 - Return
 - Accuracy of the forecasts
 - Demand from investors
 - Regulations
 - Any other reason?
- Do you consider Environmental, social and governance dimensions equally?

- If not, in which ESG aspects are you most interested?
- Why do you weight them differently?
- Do you have an explicit and objective assessment of the ESG information, or do you subjectively assess it based on your experience?
 - Is it part of your valuation model or do you consider it as an extra in your decision making?
- How do you integrate ESG information in your common decision-making and valuation process? Do you follow a specific sustainable strategy such as negative screening/ red flagging, best-in class, impact or theme investing?
 - Why do you use it this way? (What is the goal?)
- If you integrate the information, how do you integrate such information in your valuation?
 - Inputs into cash flow forecasts
 - Cost-of- capital estimates
 - Risk (Smart beta)
 - Other
- When you use multiples of comparable companies for your valuation, do you use companies with similar CSR performance?

Factors that influence the use of ESG information (10min)

- How often do you use ESG information?
 - For each investment?
 - For investment in specific industries and/or companies?
- What factors influence your consideration of ESG information?
 - Does your ESG integration vary according to the type of financial product assessed?
 - The type of company/industry assessed?
 - Does the quality of the information influence your integration?
 - Do you use non-financial information when financial information is lacking?
 - Is your ESG integration affected by the financial outlook?
 - Bigger consideration in good times?
 - Does your appetite for ESG information increase or decrease vary when financial crisis or Covid crisis happen?
 - What impact did the Covid crisis have on your integration of ESG information?
 - Different priorities?
 - Did you reconsidered your approach of ESG information following the Covid crisis?

European context & Regulations (10min)

- How do you see future regulations with regards to sustainable investment?
- What is your opinion about about EU Taxonomy? (The framework for sustainable finance designed by the European Union to finance green transition)
 - What are its implications for your institution ?
 - Will it really influence your decision-making?
 - Will it improve your consideration of ESG information?
 - Will you adapt your investment practices accordingly?
 - Will you do it for every portfolio?
 - Do you apply those practices for European stock only or do you also apply them for foreign investment too?

Barriers to ESG integration (3min)

What are the dominant barriers to ESG integration?

- Lack of demands of clients
- Low benefit/ high costs?
- Low data quality?
- Low data availability?
- Lack of resources (time,...)
- Any other barrier?

Conclusion (5min)

- Summary
- Is there anything that we did not cover that I should know?

Appendix 3 : Junior portfolio manager (Interviewee 1) and Head of investment solutions & fund selection (interviewee 2) at Belfius investment partner

D :Bonjour

S : Bonjour super un grand merci de prendre le temps de répondre à ma question en tout cas.

J : Juste peut-être que tu peux mettre tes questions dans un contexte ?

S ; Oui bien sûr je vais commencer par me présenter. Donc voilà, je suis en dernière année master à l'UCLouvain en fait. J'ai suivi une majeure en responsabilité sociale des entreprises et en fait mon mémoire porte sur tout ce qui est du côté de la finance responsable et justement voir un peu les applications et comment est-ce qu'en fait les données ESG sont considérées par les professionnels de l'investissement. Et en fait notamment à mettre ça en lien aussi avec les rapports environnementaux et sociaux publiés par les entreprises. Mais également aussi par rapport à tout ce qui est régulation européenne, telle que la taxonomie européenne qui est en train de se développer et éventuellement l'impact du Covid-19 là-dessus. Donc voilà c'est un peu un aperçu global de la discussion que je veux avoir avec vous.

J : Et le sujet du mémoire exactement ça sera quoi ?

S : Il s'agit de voir quelles sont les influences dans l'intégration des données ESG : qu'est-ce qui détermine l'intégration, quels sont les différents modes d'intégration et les différentes stratégies qui sont possibles. Et vraiment comprendre au final quelle information est utilisée quand et dans quel but en fait.

Voilà un peu une vue globale de mon intérêt mais évidemment cela va aussi dépendre de vous, de vos pratiques. C'est donc ce que je vous propose de voir un peu avec vous.

D : D'un point de vue organisationnel j'imagine que tu n'as pas beaucoup d'interview avec 2 personnes en face de toi. Enfin, j'imagine que ça n'arrive pas fréquemment. Est-ce que tu veux que Jean-François réponde exclusivement et de temps en temps j'interviens pour donner un élément de réponse ou ça te va si ça reste un panel à 3 personnes et qu'il y a des interactions ?

J : Ou l'inverse c'est toi qui réponds et moi qui complète.

D : oui n'importe

S : Pour moi, il n'y a pas de souci. Je pense que c'est mieux d'avoir vos différents points de vue même. Je pense à la contrainte de temps parce que j'ai quand même pas mal de questions aussi donc je vais essayer d'orienter afin qu'on prenne pas trop de temps non plus sur certaines questions. Donc voilà, si je peux pour commencer rapidement vous demander simplement de vous présenter en quelques mots. Voilà par exemple votre expérience, votre rôle et votre organisation ?

D : Si je commence donc voilà je suis Belfius IP et donc on est une filiale de Belfius banque créée il y a environ 4 ans et on va sur les 5 ans ça va très vite. 4 ans et demi à peu près on est 25 personnes environ et on est splitté en plusieurs équipes en fait. Bon, il y a le comité de direction bien entendu avec le CEO, le CIO, le risk officer et le responsable business. En fait, tu as plusieurs équipes. Donc voilà l'équipe du risque donc qui s'occupe de la gestion des risques des portefeuilles, l'équipe portfolio management qui gère certains des portefeuilles de Belfius banque. Je vais pas rentrer dans les détails parce que je pense pas que ça t'intéresse mais il y a un split entre les portefeuilles qu'on gère et Candriam. Je ne sais pas si cela a une plus-value, enfin on y reviendra peut-être après. Donc le risque, le portfolio management dont je fais partie, le portfolio management s'occupe de la sélection qui sert notamment au portfolio manager d'input. Donc, quand on recherche des nouveaux ETF, des nouveaux fonds, exceptera c'est l'équipe de Jean-François qui s'occupe de nous fournir en input. Il travaille également avec son équipe pour la banque donc l'autre partie, et ensuite une partie plutôt fund selection. En gros c'est toute la vie d'un fonds, ils font des prospectus et la génération d'idées pour créer éventuellement d'autres fonds etc. Et tu as une dernière équipe enfin deux dernières équipes qui sont le corporate office. Ils font... En toute honnêteté les décrire en quelques mots...

JF : Ils font de la compta principalement, en tout cas ils ont une responsabilité par rapport aux comptes de Belfius IP.

D : Et de la compliance donc qui est là en tant que régulateur interne si je puis dire et qui fournit des choses. Et donc de mon point de vue au niveau rôle, moi j'ai rejoint en tant que junior il y a 2 ans et demi. Junior portfolio manager à la suite de mes études. Je suis en charge d'un des deux fonds qui est Belfius track que Jean-François gérât avant et je te laisse poursuivre peut-être JF au niveau de ton rôle mais voilà c'est un peu la situation chez Belfius IP.

J-F : Oui donc moi effectivement j'étais gestionnaire de portefeuille avant et depuis maintenant 1 an je suis responsable de l'équipe de sélection de fonds puisque les produits que nous gérons nous-mêmes ce ne sont pas des fonds en ligne directe. Et donc du coup par rapport à tes questions sur l'ESG, les données, etc. sont pas utilisés de la même façon parce que ce ne sont pas des fonds en ligne directe que nous avons mais ce sont des fonds des fonds ou des fonds d'ETF

S : ok

J-F : voilà et donc du coup on a besoin de fonds ou d'ETF à sélectionner pour mettre dans les produits d'investissement et donc mon équipe s'occupe de ça, de la sélection de fonds externes et du monitoring régulier de ces fonds pour voir s'ils ont toujours les qualités nécessaires que pour être sur ce qu'on appelle là-bas la liste en fait. Là, sur la liste des instruments disponibles pour les gestionnaires. Et alors à côté de ça, c'est marrant parce que tout à l'heure j'avais une discussion avec quelqu'un d'autre et on m'a présenté comme étant le gourou de l'ESG parce que en gros j'avais créé pas mal de choses. J'ai participé à l'élaboration du label qu'on a appelé le label Febelfin, qui est le label Towards Sustainability, qui est le label belge de fonds SRI. J'ai participé à sa création puis on a labellisé et on a participé à la labellisation de fonds chez nous et participé aussi à la création au sein de la maison mère d'un comité ESG qui est transversal au niveau du groupe. Il y a pas mal de choses qui ont été faites là-dedans depuis maintenant 2-3 ans, on va dire chez BIP puisque c'était quelque chose de tout à fait nouveau avec quelque chose d'assez important également aussi en 2019 ça fait juste deux ans c'est qu'on a signé, alors on était pas les derniers parce qu'il y en a qui ont encore signé récemment, mais on a signé les PRI en février 2019. Voilà on est pas les derniers parce il y en a encore mais on est pas non plus les premiers. La société est relativement jeune malgré tout c'est un next step si on veut confirmer ou affirmer qu'on fait de l'investissement durable chez un asset manager.

S: Oui tout à fait. En effet j'ai lu ça hier et je voulais juste rebondir là-dessus. En fait au final quelles sont vos motivations? Pourquoi est-ce que vous en faites partie de ces PRI? Qu'est-ce qui au final vous pousse à un peu intégrer toutes ces informations là?

JF: Les PRI aller, c'est pas complètement nécessaire mais je veux dire ne pas les signer quand on est un asset manager, quand voit les tendances un peu de fond qu'il y a un peu partout en Europe avec les nouvelles réglementations européennes dont tu as parlé taxonomie, SFDR et

d'autres je pense qu'on ne peut pas imaginer qu'on peut rester à côté de l'investissement responsable en tant qu'asset manager. Et donc du coup voilà si on veut participer à la tendance et éventuellement avoir un quelconque effet là-dessus, je pense que ça fait partie des choses qu'il faut avoir quoi. Il y a très peu ou pas beaucoup d'asset managers qui n'ont pas signé les PRI. Alors certains l'ont peut-être fait via du greenwashing mais à côté de ça chez nous je pense qu'il y a une vraie volonté d'essayer de développer les choses. Et ça a pris un certain temps mais c'est en cours vraiment de développement assez important puisque la banque a pris toute une série de... La banque donc le groupe de manière générale, a pris toute une série d'engagements et notamment un engagement à 2025 qui entre-temps a été encore raccourci qui est 2020-2023, c'est fin décembre 2022. Ou tous les produits d'investissement que la banque va proposer à sa clientèle seront des produits qui auront des caractéristiques sustainable et donc du coup ça c'est un engagement assez fort du conseil d'administration du groupe qui au départ était 2025 mais qui a été encore raccourci au 31 décembre 2022 assez récemment. Donc il y a vraiment une volonté d'aller dans cette direction-là probablement d'un point de vue marketing mais aussi parce que c'est une tendance de fond qu'on peut pas éviter.

S : D'accord tout à fait. Alors, de façon un peu plus générale, est-ce que vous pouvez me décrire votre processus type de choix de sélection de tous ces fonds, quelles informations est-ce que vous considérez et pourquoi?

J-F: Jusqu'à présent pour sélectionner des fonds et/ou des equity parce que au final c'est quasiment pareil, c'était principalement voir uniquement sur des questions financières, c'est-à-dire est-ce que le fond historiquement a bien performé? Est-ce que le fonds historiquement a performé dans les bons quartiles par rapport à ses peers? Et traditionnellement pour ça on utilise des outils comme Morningstar qui sont des bases de données pour lesquelles on peut difficilement passer à côté puisqu'ils ont l'ensemble des fonds. Et donc grâce à ça on peut définir des univers d'investissement, des peers etc et donc du coup aller là-dedans, sélectionner des fonds qui sur certaines métriques de risques ou sur certains horizons de temps sont classés systématiquement dans les meilleurs, dans le premier quartile. Ça c'est le côté un peu historique et je pense que pour un equity c'est un peu la même chose, ils ont des sélections sur base de critères financiers et puis à côté de ça maintenant, et ça c'est quelque chose qui est relativement nouveau. C'est notamment le développement du label Febelfin. C'est sélectionner des fonds qui sont labellisables. Donc qui vont permettre à un autre fonds comme

nous qui est un fonds de fonds donc qu'on sélectionne des fonds qu'on met dans notre fond à nous. Et qui nous permettent à notre fond à nous d'être labellisable. Et donc du coup il n'y a pas que les critères purement financiers qui vont intervenir, il y a aussi d'autres critères et notamment est-ce qu'ils ont mis en place des politiques ESG de sélections un peu stricte de leurs positions. Ca c'est aussi un autre critère qu'on va maintenant regarder: c'est ce que dans les fonds que nous choisissons il y ait des critères ESG qui sont pris en compte.

S: D'accord

D: Au niveau de ce processus effectivement il y a plusieurs étapes, comme tu le comprends, je prends l'exemple d'un Belfius track où on a essayé d'utiliser, donc Belfius track qui est un fond qui investit dans des ETF, a récemment décidé de ne sélectionner que des fonds qui avaient un screening ESG et qui répondaient aux critères du label Febelfin toward sustainability. C'est pour dire que la réglementation actuelle enfin la réglementation,... je sais pas si on peut considérer le label comme étant une réglementation mais la tendance actuelle fait qu'on aurait pu simplement s'attarder en disant je veux des ETF qui s'appellent ESG, qui a le nom ESG dans son titre et point. Peu importe ce qu'ils font tant que ça s'appelle ESG c'est très bien pour nous, ça nous donne une bonne image. Mais on voit qu'à l'heure actuelle ce n'est plus suffisant et que donc notamment ce label Febelfin permet de donner un cadre et de définir toute une série de critères qui font qu'on peut effectivement marketer le fonds comme étant ESG si une fois qu'on aura une liste de critères sous-jacents qui eux-mêmes répondent au label Febelfin.

S: D'accord. Donc pour en fait regarder par rapport à ces critères pour le label vous demandez les informations de la part du fonds directement ou vous regardez sur base justement des equity qui sont sous-jacents à ce fonds?

J-F: Alors c'est vraiment les deux. Donc ça veut dire on va d'une part screener le fonds en question pour un peu voir si il y a des positions controversées, controversées ce sont les positions qui posent questions et à côté de ça on va aussi demander à l'asset manager si c'est juste un hasard s'il n'y a pas de positions controversées ou si non ce n'est pas un hasard parce que l'asset manager a lui-même mis en place des politiques claires d'exclusion. Par exemple, si on trouve pas d'exposition à Phillip Morris dans un fonds, ça peut être juste le hasard que à ce moment-là Phillip Morris n'entrait pas en ligne de compte par rapport à la politique d'investissement du fonds ou est-ce que il y a des règles claires dont le fonds qui disent que le

tabac c'est un secteur dans lequel on ne veut pas aller. Auquel cas c'est quelque chose qu'on préfère parce que quand les politiques d'investissement font état clairement d'exclusion nous, ça nous conforte dans l'idée que dans le futur il n'y aura pas de bridge par rapport à ces règles là en fait.

S: D'accord. Donc j'imagine que du coup vous n'utilisez pas forcément beaucoup les rapports directs des entreprises? C'est plus de façon générale un screening par rapport à l'industrie et sur le fonds ?

J-F: Oui sauf que dans des cas bien spécifiques on essaye quand même de rentrer dedans. Alors c'est pas le coeur du travail parce que ça demande quand même beaucoup d'effort. Mais par exemple quand on a pris un exemple un peu récent de la société Total. Total, qui est un pétrolier, le pétrole est un des secteurs controversés pour le label. Il y a des règles pour savoir si ou non on peut les avoir dans un portefeuille. Mais quand on regarde vraiment la règle et quand on regarde le bilan de Total, c'est pas si clair que ça. On ne sait pas très facilement décider de les prendre ou pas les prendre et donc du coup bah dans ce cas-là il faut aller voir un tout petit peu plus loin et donc aller lire par exemple le rapport annuel de Total ou le rapport CSR de Total pour un peu voir d'une part ce que eux disclosent en matière de chiffres donc ça permet de faire faire un lien par rapport aux règles du label. Ca c'est un, mais deux, qu'est-ce que la société disclose aussi en matière de vision, de stratégie à long terme par rapport à leur business de base qu'est le business du pétrole. Ce qui permet quelque part d'avoir une information un peu plus personnelle on va dire sur un stock ou une equity qui est controversée.

S: D'accord et dans ces cas-là vous préférez directement vous référer au rapport justement CSR ou annuel? Ou plutôt passer par, peut être, des intermédiaires comme des ratings qu'on pouvait avoir en MSCI, des informations de Sustainalytics ou ce genre de chose?

J-F: Disons qu'il y a deux choses différentes. Si on prend le cas de Total ou Shell par exemple même si ils sont de plus en plus poussés à discloser ou à définir et parler des risques qu'ils ont encourus en tant que société en général, bon, ce genre de rapports ça va être un peu : on a fait des choses très bien, on a fait des choses super bien et on va très peu parler des choses qui ont été un peu moins bien. Donc par exemple, je pense que ça reste un peu intéressant d'avoir aussi accès à certaines market data. Je prends par exemple un Sustainalytics ou un Vigeo qui eux vont aussi regarder les cas dans lesquels, par exemple (je prends un exemple ça peut être autre

chose) dans lesquels Total a été controversé parce que par exemple, je sais pas moi, il n'y avait pas.... C'était pas dans l'exemple de Total mais Shell, par exemple, a été controversé à un moment donné je pense en Ouganda parce que voilà, ils ont un peu pris des terres de manière un peu rapide sans réellement demander l'avis des populations locales etc. Et donc du coup c'est pas nécessairement le genre de cas spécifiques que le rapport annuel de Shell va discloser. Par contre il y a des ONG ou associations ou agences de ratings extra financiers qui eux vont aller gratter un peu plus loin derrière ce genre de cas et donc du coup, ça permet aussi d'avoir une autre vision de la société. Moins ce qu'elle disclose officiellement mais plus des analyses un peu externe et un peu moins formelles par rapport aux actes considérés comme controversé.

S: D'accord, je vois. Je sais pas si je peux aller avec vous un peu plus loin dans tout ce qui est justement ces rapports des entreprises ou c'est quelque chose qui est vraiment très très marginal chez vous et que c'est beaucoup plus dans les critères?

J-F: Ça dépend vous pouvez poser l'une ou l'autre question et on verra bien. C'est clair que c'est plutôt du cas par cas chez nous en tant que gestionnaire de fond de fonds, aller voir les rapports annuels etc, c'est plutôt du cas par cas maintenant voilà, ça n'empêche qu'on en a déjà regardé.

S: Donc de ce que je comprends votre approche c'est vraiment voir si ça remplit les critères et si on a une entreprise qui est un peu, on sait pas trop ou la placer, analyser un peu plus dans les détails.

J-F: Oui

S: Donc oui en fait c'était deux rapides questions sur ces rapports CSR. C'était connaître votre opinion sur les rapports intégrés qu'on voit apparaître maintenant qui intègrent les informations donc financières et CSR, un peu voir pour vous quel est votre avis par rapport à ça, si il y a vraiment une valeur ajoutée de ces rapports par rapport à je vais dire des rapports qui sont séparés entre des rapports annuels et CSR séparés?

J-F: moi je pense qu'il y a un réel intérêt d'avoir... enfin c'est la réglementation si les entreprises fournissent plus d'informations extra-financières c'est aussi parce que quelque part ils sont un peu poussés par la réglementation et donc voilà. Après ça je pense que du coup ça a du bon parce que ça force les entreprises à réfléchir sur elles-mêmes sur leur business, sur leurs activités. Enfin si on prend l'exemple simplement de Belfius, ça fait bouger la société également. Le fait de devoir trouver du contenu dans un rapport extra-financiers ben ça veut dire qu'il faut aller chercher ce contenu, qu'il faut le faire évoluer parce qu'on peut pas parler pendant cinq ans ou pendant dix ans publier la même chose ou publier le fait qu'on ne fait pas grand-chose. Donc à un moment donné il faut aussi essayer de faire évoluer les choses et donc ça pousse la société dans son ensemble a essayé d'être plus transparent, d'être plus créatives par rapport à ce qu'elle veut bien discloser. Chez Belfius typiquement c'était le cas, c'est vraiment le cas.

S: D'accord je vois. Et en fait, vous avez mentionné aussi le fait que parfois voilà, on pouvait pas totalement croire, enfin qu'on ne pouvait pas uniquement se fier à ce qu'il y avait dans ces informations, enfin dans ces rapports. Est-ce que pour vous l'utilisation d'assurance externe pour les rapports et toutes les informations non-financières, donc en fait de façon générale, ne sont pas assurées mais est-ce que l'assurance supplémentaire va ajouter de la valeur pour vous?

J-F: Et c'est quoi une assurance pour vous? C'est aller chercher un autre fournisseur à côté?

S: Non, c'est le fait que les rapports soient assurés par quelqu'un qui a relu le rapport et qui évaluera...

J-F: Ha oui c'est ça, c'est certifier on va dire?

S: Certifier, voilà tout à fait.

J-F: Ha oui d'accord. Est-ce que les rapports CSR sont certifiés? je ne pense pas.

S: En fait, ce n'est pas obligatoire mais ça peut l'être, donc je sais pas si vous regardez à cela parfois.

J-F: Non pas directement et je ne saurais même pas dire si celui de Belfius est certifié par un externe, je ne pense pas.

S: Il y a pas de souci. Je vous propose ensuite de regarder un peu à, justement, les raisons qui vous poussent à intégrer ces nouvelles informations. Vous avez mentionné qu'il y a une volonté de la part justement du comité chez Belfius. Mais est-ce que vous savez un peu ce qu'il y a comme raison derrière? Est-ce que c'est vraiment dans un but... Parce que c'est une demande des personnes qui ont confié leurs fonds? Est ce qu' il y a aussi pour vous un intérêt en termes de risque, de retour ou autre?

D: Je pense que la toute première réponse à cela c'est que simplement, on l'a vu pendant la crise le sujet ESG est devenu une tendance, une tendance pas encore de long terme parce qu'elle n'a été amorcée que les dernières années, mais c'est un catalyseur pour le redémarrage des marchés et ce qui a été constaté, ce qui est toujours le cas au jour d'aujourd'hui, c'est ce que les fonds à caractère durable/ ESG sont les fonds qui récoltent le plus d'AUM donc d'asset under management, donc ils récoltent plus de volume. Une des toutes premières raisons, maintenant on était probablement pas là, au moment où Belfius commençait ses discussions avec ses politiques internes. Mais il y a quand même mine de rien il faut pas se le cacher un petit aspect marketing on sait que ce sont les fonds qui fonctionnent le mieux qui ont un caractère durable et donc pense que ce sera peut-être pas la première raison que tout un chacun vous citera en premier. Je fais peut-être mal de le citer premier mais je pense que il y a déjà une raison marketing de popularité dans le marché et même de tendance, de trends. Ou entre guillemets on sait très bien que se contenter de gérer des fonds traditionnels qui n'ont pas ce type de screening ou qui ne regardent pas les caractères ESG des entreprises dans lesquelles il investit. Dans quelques années ça va être très compliqué, même dans quelques mois, je pense. J-F contredis-moi si je dis une bêtise mais dans quelques mois, voire années les fonds qui n'auront pas cette approche sont voués je pense, c'est peut-être un point de vue personnel, mais voués à disparaître. C'est une des premières vues et donc c'est vraiment tout récent et donc quand Belfius a commencé son approche on en était pas encore là mais il y a, je pense ça c'est déjà un des premiers arguments. J-F je ne sais pas si tu en as d'autres J-F. Un autre argument que j'ai aussi, c'est voilà nous en tant que signataire des PRI comme J-F a dit mais aussi dû,... On s'est engagé auprès de la Febelfin.

J-F: Et des PRI.

D: Oui, d'une certaine manière, en étant signataire, on a aussi une espèce d'interdiction de commencer à faire du greenwashing.

A partir du moment où on a signé, on ne peut plus être considéré, enfin on ne peut plus appeler ESG tout et n'importe quoi. On doit respecter ces fameux critères qui ont été définis et donc aussi une espèce de contrainte qui nous est imposée, d'être obligés d'aller dans un screening assez poussé que pour pouvoir promouvoir le fonds comme étant à caractère ESG et pouvoir le mettre en avant la sorte quoi. Au final si on ne le faisait pas on s'imposerait des contraintes sans pouvoir les marketer et les mettre en évidence ce qui d'une part, on aurait les contraintes mais on n'aurait pas les bénéfices de ces contraintes.

J-F: Oui et deuxièmement, un des arguments: enfin un des objectifs des PRI c'est justement que les signataires s'engagent à promouvoir ce genre de fonds. Au bout de l'année, il y a rating qui peut être obtenu et l'idée est quand même de faire évoluer, de faire améliorer ce rating. Donc on peut pas signer les PRI, bon déjà ça coûte un peu d'argent, enfin on peut pas signer les PRI et au final rester avec nos 5 % de fonds sustainable dans l'histoire. On s'est quand même engagé à essayer de promouvoir les choses donc on s'attend quand même à ce que d'une année à l'autre les pourcentages évoluent correctement.

S: D'accord

J-F: Après tout le ESG ça reste très personnel et ça reste, je vais pas dire que il y a nécessairement du greenwashing derrière mais en tout cas ça reste très subjectif. Définir qu'un secteur est controversé plutôt qu'un autre ça reste subjectif, parce que au final dire je sais pas moi Total c'est pas bien parce qu'ils font du pétrole et donc le pétrole est considéré comme controversé ok. Mais d'un autre côté si on dit ça alors, pourquoi est-ce qu'on n'interdit pas l'industrie chimique et toute l'industrie du plastique par exemple. Donc voilà ne choisir que le pétrole par rapport à d'autres secteurs ça reste quelque chose de subjectif. Après voilà on peut imaginer que c'est un pas dans une direction et que c'est quelque chose qui doit se faire progressivement.

S: D'accord, donc vous votre stratégie principale par rapport à... enfin votre approche envers l'ESG des fonds, c'est plutôt voir quelles actions sont exclues du fonds, quelles industries éventuellement sont exclues du fonds?

J-F: C'est un aspect mais c'est pas que ça parce que comme on vient de dire: toutes les sociétés quelle qu'elles soient vont quelque part à un moment donné polluer. Donc exclure, ok c'est déjà une première partie de réduction des univers d'investissement, mais après avec ce qui reste on a deux choix soit on prend tout ce qui reste en dehors de l'exclusion. Ou alors on va encore un peu plus loin et dans ce qui reste on ne sélectionne que les meilleurs.

S: D'accord

J-F: C'est la notion de best in class par exemple qui est aussi souvent utilisée ou souvent mise en avant comme étant une des techniques de sélection ou de réduction des univers d'investissement après l'exclusion.

S: Donc vous votre approche c'est vraiment combiner les deux, ce serait plutôt ça, vraiment exclure et dans l'univers qui reste choisir, essayer de prendre des fonds qui investissent dans les best in class c'est ça?

J-F: oui c'est ça, donc les fonds qui ont comme technique additionnelle le best-in class par exemple. Une autre technique ça peut être de,... Et on en a une parce que le fonds que nous gérons qui est labellisé pour l'instant c'est smart futur BMM, Belfius multimanagers smart futur. Ca c'est un fonds qui utilise à la fois les exclusions mais qui en même temps est aussi en partie best-in class mais surtout thématique. Donc ça veut dire que lui va investir dans des thèmes qu'on considère comme étant des thèmes porteurs pour le futur et éventuellement dans ce thème une approche best-in-class si il y en a plusieurs sociétés possibles. Mais a priori c'est plutôt thématique dans ce cas-là.

S: D'accord, est-ce que vous avez des fonds aussi qui utilisent toutes les informations ESG pour tout ce qui est par exemple des évaluations des cours de bourse des entreprises? Donc par exemple si elles intègrent ça dans le cash-flow, les coûts du capital et ce genre de chose?

J-F: Alors il y a en général ce côté d'informations extra-financières et à côté de ça tu as les informations purement financières de la société et ceux qui essayent d'intégrer les deux, souvent c'est des méthodes un peu propriétaires on va dire. Mais enfin bon globalement c'est toujours un peu la même chose. Il y en a qui essaient de combiner les deux en essayant d'estimer

quelle est la valeur de la société ou quel est le cours target de la société. Enfin le score idéal en fonction des hypothèses qu'ils ont prises. Et donc du coup pour estimer ce cours target il y en a qui essaient d'intégrer les deux en adaptant le taux d'actualisation d'une certaine prime de risque en fonction de la qualité, alors qualités c'est bonne ou mauvaise des sociétés. Donc par exemple, je sais pas moi, une société qui est une compagnie pétrolière va avoir un taux d'actualisation qui est plus élevé et donc du coup ça risque de mettre des objectifs d'investissement différenciés simplement parce qu'on a pénalisé la société où on a pénalisé le taux de discorde.

S: D'accord

D: La tendance à ESG elle ne vient pas effacer les anciennes techniques de valorisation que un peu tout asset manager connaît. Je crois que c'est pas un peu, presque dangereux de ne considérer que l'ESG.

J-F: Oui c'est ça.

D: Dans un processus de sélection. C'est une combinaison des deux qui est le plus optimal à l'heure actuelle.

J-F: Donc effectivement une des façons pour intégrer les deux c'est justement de modifier le facteur d'actualisation des taux d'actualisation des cash-flow.

S: D'accord mais vous de façon générale c'est plutôt tout ce qui est technique de screening qui est appliqué?

J-F: Oui oui.

S: Et juste pour être sûr, pour votre considération de l'information ESG donc j'imagine qu'elle est de fait différente selon les types d'industries c'est ça? Quelle information est importante selon industrie par exemple vous parliez de...

J-F: C'est aussi quelque chose qui est quelque part standard si tu regardes par exemple on va définir par critères ESG toute une série de choses ou de points d'attention un peu spécifiques.

Par exemple, environnement tu vas avoir l'utilisation des ressources naturelles l'utilisation de l'eau, utilisation de... Voilà il y a plein de choses qu'on peut analyser dans le E, le S et le G. Mais évidemment ces choses-là sont standards pour l'ensemble des sociétés mais en même temps dans certains types de sociétés elles ne sont absolument pas pertinentes. Par exemple, la consommation d'eau pour une société minière est quelque chose de très important. Vraiment pour faire son business d'activité minière elle a besoin d'eau et donc est-ce que sa consommation d'eau est plus élevée que les pairs ou moins élevée que les pairs et dans tel cas, est-ce qu'elle a mis en place des méthodes d'extraction minière qui sont moins consommatrices d'eau? Je pense que c'est quelque chose qui est assez important pour quand tu regardes une industrie minière, la consommation d'eau est par exemple importante. Par contre regarder la consommation de Belfius banque n'a aucun intérêt parce qu'il y a pour ainsi dire enfin à part pour les toilettes, il n'y a pas besoin d'eau réellement dedans. Donc cela n'a aucun intérêt. Autant mettre son intention ce quelque chose qui est beaucoup plus pertinent pour la banque et qui du coup le serait peut-être moins pour l'industrie minière. Donc il faut essayer de choisir les métriques où les valeurs que tu regardes en fonction du type d'activité dans l'entreprise.

S: D'accord, donc c'est un peu ces informations là que vous cherchez quand vous vous faites face à une entreprise qui est un peu controversée, vous regardez dans ces informations?

J-F: Non seulement ça mais dans les fonds également on regarde aussi un peu quand ils parlent d'ESG et qu'ils ont une méthode propriétaire, on essaie un peu de gratter pour savoir est-ce qu'ils ont des analyses différenciées en fonction des entreprises, en fonction des secteurs.

S: D'accord, je comprends. Par rapport à justement cette considération, est-ce que de façon générale c'est une chose de plutôt stable ou par exemple est-ce que votre considération pour ces informations là a varié depuis le début de la crise du COVID ou est-ce que c'est vraiment quelque chose que vous avez défini et qui reste?

J-F: Défini c'est un grand mot mais en tout cas pour l'instant je pense que ça reste assez constant. La crise en tant que telle n'a pas vraiment je pense changé vraiment les choses en tout cas pour la société qui résistent. On est toujours sur des critères qui sont un peu similaires.

S: D'accord parfait. J'aimerais bien si vous n'avez plus de remarques par rapport à ça, passer à tout ce qui est régulation et le contexte européen pour les fonds si ça va pour vous. Tout d'abord

pour commencer, comment est-ce que vous voyez de façon générale les futures législations par rapport à justement tout ce qui est investissement plutôt responsable? Vous avez mentionné que vous sentiez vraiment cette tendance au sein du monde financier, est ce que vous pensez que c'est quelque chose qui va être soutenu aussi par la législation. Comment est-ce que vous voyez tout ça?

D: Si je peux commencer peut-être, je pense que c'est un point qui au niveau européen est vraiment nécessaire. Il faut savoir que l'on a parlé plusieurs fois du label Toward sustainability mais qui est un processus belge et comme on travaille sur des marchés avec des contreparties, des gestionnaires de fonds qui sont français, qui sont anglais, qui sont américains etc... Quand on leur demande en tout cas, dans notre cas précis d'adapter certains de leurs fonds pour le faire en vue de la régulation aux belges du label Toward Sustainability, c'est parfois compliqué parce que la Belgique a sa propre approche, la France a sa propre approche et un fonds par définition c'est quelque chose dans laquelle de nombreux investisseurs sont présents et ils veulent pas modifier ce fonds pour uniquement une partie des investisseurs et la pénaliser ou non, c'est selon, mais impacter la gestion sur tous les autres investisseurs présents dans ce fonds et qui pourraient presque se moquer du label Febelfin. Je laisserai la parole à J-F à ce sujet mais au niveau européen je pense que de mon point de vue c'est une très bonne chose qu'une harmonisation se mette en place parce que des législations nationales un peu éparpillées, la France qui à son approche, la Belgique qui a son approche, c'est plus compliqué dans un marché de l'investissement qui est par essence très global. C'est mon premier point de vue après je sais pas si J-F tu en as d'autres.

J-F: Non après après voilà on verra bien si on parle du label et de son évolution européenne. Effectivement dans l'absolu c'est une bonne chose et je pense qu'il y a pas mal d'asset managers qui le demandent. Maintenant voilà le label belge est vu comme un des plus stricts en Europe pour l'instant, notamment parce qu'il fait la part belle aux exclusions ce qui est pas forcément le cas ailleurs. Maintenant il faudra voir si on arrive vers un label européen, est ce qu'on va avoir le même côté strict des choses?

Parce que l'on voit les labels qui sont là pour l'instant, sont aussi fortement dépendants de la culture du pays et par exemple aussi ici en Belgique le nucléaire est vu comme étant quelque chose de controversé, notamment voir le label. C'est pas nécessairement le cas en France. Du coup il y a des influences nationales qui sont mises en avant dans chacun des labels. On verra bien comment ça évolue au niveau Européen. Maintenant encore une fois,

la réglementation européenne ça fait maintenant quelques années qu'elle évolue et on est en plein dedans maintenant nous avec une des régulations qui vient à échéance ou du moins pour laquelle il faut être prêt pour le 10 mars c'est celle SFDR, la réglementation disclosure. C'est quelque chose qui clairement fait évoluer le marché dans son ensemble. C'est une bonne chose parce que c'est une réglementation, c'est contraignant, ça fait travailler beaucoup de gens chez nous, ça fait travailler les consultants mais en même temps c'est probablement quelque chose qui va dans une bonne direction je pense.. Pour conscientiser les gens par rapport au fait que voilà l'épargne doit être réorientée vers quelque chose qui est plus durable. Après est-ce que réellement dans le long terme ça peut marcher? Faut pas se leurrer, ça reste des sujets compliqués parce que derrière il y a plein d'enjeux: politique, chômage, emploi, développement des sociétés, compétitivité par rapport à d'autres,... En tout cas ça a le mérite d'exister.

S: Je comprends tout à fait. Pour l'instant comme je le comprends le label Febelfin, c'est totalement volontaire c'est bien ça?

J-F: oui

S: Vous le suivez de façon volontaire et donc pourquoi vraiment choisir ce label-là qui est vraiment comme vous avez dit un des critères les plus stricts? C'est vraiment pour la volonté de mettre un label?

J-F: C'est à dire que en Belgique il n'y a que celui-là et en tant qu'asset manager belge je pense ça fait du sens d'aller suivre le label belge plutôt que le label luxembourgeois ou français. Après on est signataire également du label où ça veut dire qu'on s'engage quelque part en tant que signataire, Belfius IP est signataire avec d'autres donc ça veut dire qu'on s'engage quelque part à en faire aussi la promotion. Ca serait dommage de ne pas l'utiliser et donc on a pour l'instant une dizaine de fonds Belfius IP sur la manco Belfius IP qui sont labellisés c'est combien de pourcents? C'est 23% je crois, c'est ça Donovan?

D: oui

J-F: 23-24% des AUM qui sont labellisés par le label Toward sustainability et c'est déjà pas mal parce que l'année dernière on n'était à pas grand-chose.

S: Oui, par rapport à tout ça comment est-ce que vous voyez justement la taxonomie européenne? Je sais pas si vous êtes un peu familier avec ça?

J-F: Ca c'est le sujet suivant ça. C'est après SFDR c'est le sujet suivant dans lequel on va devoir se plonger. Alors la taxonomie moi je vois plus ou moins bien ce que ça peut apporter au niveau de la banque en tant que traiteur pour les crédits parce que c'est un peu le screening qui va devoir être fait: est-ce que l'argent est prêté dans des activités qui au point de vue de la taxonomie sont acceptables et il y a tout un screening qui va devoir se faire par rapport à ça. Au niveau d'asset management, je sais que ça va s'appliquer mais pour l'instant on n'a pas encore complètement regardé parce que c'est une chose à la fois et pour l'instant c'est SFDR qui prend toute la place.

S: D'accord oui je comprends tout à fait. Si je peux alors revenir sur le fait que vous disiez un peu la difficulté justement d'utiliser le label feelfin pour des fonds étrangers. Donc de façon générale votre approche est de vouloir investir dans les fonds qui respectent ce label, enfin de fonds étrangers également?

D: Pour les fonds, donc pour nous, n'oublie pas, on a des fonds de fonds. Pour les fonds qui veulent être labellisé effectivement, on doit se fournir dans l'idéal avec... Le plus simple c'est d'avoir des sous-jacents qui ont uniquement tous le label comme ça, ça règle l'histoire. Quand ils ont le label c'est terminé mais on peut aussi avoir une solution intermédiaire qui est que l'asset manager, il ne va peut-être pas, donc du fond sous-jacent j'entends, il va pas s'engager et faire les démarches administratives de demander le label etc mais il peut nous signer une lettre dans laquelle il va dire : « on va s'engager à tenir les critères du label ». Mais sans forcément aller jusqu'au bout du processus qui administrativement parlant prend du temps et effectivement les asset managers belgo-belge il n'y en a pas énormément donc on doit se fournir sur des Blackrock, des JPMorgan, des Neuberger et qui sont plus situés dans différents pays. La domiciliation et le siège social est toujours différent mais voilà et donc on sait que c'est parfois compliqué. Il y en a qui ont clairement et qui demandent le label parce qu'ils savent que c'est demandé par les clients belges et ils pensent que ça en vaut la peine mais il y en a d'autres qui sont un peu de taille beaucoup plus importante et quand la part des investisseurs belges est plus limitée dans ces fonds, ils vont peut-être pas pouvoir faire la démarche, ne serait-

ce que demander le label et même s'engager à le faire, ils ne le feront peut-être pas. Donc c'est toute la difficulté dans le contexte actuel et dans la gestion fond de fond que l'on vit.

J-F: Après c'est clair que quand on a commencé les discussions pour le label, il y avait plusieurs acteurs autour de la table dont les banques mais dont aussi les asset managers donc c'est clair qu'au début on a eu quand même un frein de la part de certains asset managers qui ont dit, surtout les étrangers, qui ont dit: "oui mais écoutez, nous a le label en France, on a le label au Luxembourg, on a le label en Autriche et donc si à chaque fois que on doit faire labelliser des fonds en fonction de tel ou tel critère c'est juste pas possible. Et ca c'était le point de départ mais au final on se rend compte aussi quand on regarde le site Toward sustainability en un an et demi, deux ans, tous ceux qui avaient des réticences sont en train d'arriver dans le label parce qu'ils se rendent aussi très bien compte que en Europe et spécifiquement en Europe du nord, Belgique, Pays-bas et peut-être encore un peu plus haut, l'ESG est quelque chose qui est vachement important. En tout cas dans les asset managers européens, je pense qu'ils ont tous bien compris ça. Ceux qui sont probablement encore en retard et qui voilà, y arrivent mais progressivement c'est les asset managers américains. Donc un capital group, JP morgan par exemple sont des asset managers qui...alors Jpmorgan c'est un peu moins le cas parce qu'ils ont quand même l'un ou l'autre fonds qui sont labellisés mais globalement c'est pas des précurseurs dans l'histoire. Ils sont encore un peu derrière et effectivement ils se rendent compte progressivement que s'ils veulent venir en Belgique ou en Europe du nord c'est que quelque part ils ont aussi besoin d'un peu suivre la tendance et ça quelque part c'est positif.

S: Je vois. Et pour vous en tant que position justement de fonds de fonds est-ce que c'est assez facile de pouvoir avoir toutes les informations nécessaires pour voir si le fonds rentre dans vos critères pour le label?

J-F: Oui c'est assez facile parce que quelque part on est leur client et donc à partir de là, on a un peu de pouvoir par rapport à eux parce que très vite si jamais ils ne font pas vraiment ce qu'on demande ou si ils ne sont pas suffisamment transparents beh voila on change. Et donc du coup, potentiellement c'est impactant pour leur stratégie. Donc ça c'est une première chose et à côté de ça en tant que client on leur demande alors on doit signer un NDA, donc un disclosure agreement. Mais on a la possibilité de recevoir la transparence totale de toutes les positions à intervalles réguliers. Une fois par mois par exemple et on reçoit l'ensemble des positions qui sont dans le fonds.

S: D'accord.

J-F: Du coup ça veut dire que ça ne nous permet de confirmer que ce qui est dit par les asset managers est bien fait en pratique.

S: D'accord ok super. Je pense que l'on arrive tout doucement à la fin mes questions. Je ne sais pas s'il y a des choses que vous voulez éventuellement aborder qu'on n'aurait pas encore abordées et que vous considérez comme importantes? Éventuellement des gros challenges que vous avez au quotidien dans cette thématique?

J-F: Le challenge et c'est ça coûte de plus en plus. C'est à dire toutes les réglementations elles vont dans la bonne direction mais pour respecter les réglementations et respecter les reportings qui sont demandés à intervalles réguliers etc, ça demande des ressources additionnelles chez les asset managers et donc du coup c'est un challenge. Nous on a la chance je vais dire, d'être 25 chez BIP mais d'avoir le support d'un grand groupe derrière pour pouvoir organiser la distribution des fonds et aussi pour pouvoir avoir accès à des ressources juridiques ou taxes ou que sais-je. Au niveau de la banque on a pas de juriste chez nous mais donc le travail juridique est externalisé à la banque. Donc on a cette chance-là donc voilà ça permet de faire des économies d'échelles parce qu'on a pas nécessairement besoin d'avoir un FTE juridique, à temps plein. Par contre pour tous les plus petits asset managers, c'est clair que la réglementation met beaucoup de pression sur la capacité à générer des profits. Si tu vois un asset manager comme Econopolis par exemple pour en citer un, c'est une société relativement petite. Ils ont quelques fonds et donc ils essayent de se battre pour se démarquer et se faire reconnaître par les investisseurs mais à côté de ça il doit aussi répondre à l'ensemble. Ils doivent aussi avoir des fonds labellisés, ils doivent aussi répondre à l'ensemble des réglementations comme les autres et probablement que au niveau P&L ce n'est pas évident de continuer à générer du profit surtout que manière générale la pression sur les marges est relativement forte. On voit sur les fonds actifs il y a quand même pas mal de pression pour essayer de diminuer les management fees. Je lisais encore ce week end que aux Etats-Unis notamment avec l'affaire Gamestop et Reddit et tout ça que le courtage en actions pour les particuliers est quasiment gratuit donc ça veut dire que les clients, en tant clients ils se demandent, ils se posent parfois la question de savoir pourquoi est-ce qu'ils doivent payer 100 points de base, 120 points de base donc plus d'un pour cent de management fees à une banque quand quelque part ils peuvent le faire plus ou moins gratuitement tout seul donc vous

savez quand même pas mal de pressions sur les gestionnaires actifs et il faut derrière qu'ils soient bons, performants, pour pouvoir pour justifier quelque part ces fees.

S: Ok je vois. Et finalement aussi en interne pour justement tous ces critères du label etc, est-ce que vous avez des formations particulières parce que j'imagine de façon générale c'est une chose qui est vraiment assez propre aussi de votre côté chez Belfius ou est-ce que c'est via vraiment l'expérience, la pratique que l'intégration de ces critères se fait?

J-F: Beh c'est l'expérience. Il y a très peu de formations disponibles, ça n'existe pas. Il faut lire le texte, il faut voir comment est-ce qu'on peut l'appliquer et c'est juste en le faisant qu'on apprend.

S: Ok super. Un tout grand merci en tout cas pour toutes ces réponses.

J-F: De rien.

S: J'ai vu dans les mail que il y avait une petite discussion c'est pour savoir si vous m'autorisez à mentionné Belfius ou pas. Je ne sais pas si ça a été réglé votre côté?

D: Je disais J-F signaler le nom de Belfius, d'un point de vue personnel je n'ai aucune objection.

J-F: Non non, ça ne me dérange pas non plus. Je pense pas que ce soit négatif j'imagine qu'il y en aura d'autres.

S: Oui, tout à fait les autres pour avoir voilà justement pour dire que j'ai pu interroger plusieurs institutions et c'est bien de pouvoir les mentionner.

J-F: oui bien sûr.

Appendix 4 : Economic advisor and co-founder, Orcadia asset management

E: Vous pouvez m'enregistrer et vous pourrez me citer sauf si on vous dit dans le cadre de la conversation autre chose mais par défaut pas de souci.

S: ok parfait. Super, je vous propose de commencer parce que j'ai quand même pas mal de questions. Pour remettre les choses en contexte, je suis étudiant en deuxième année master à Louvain dans une majeure en responsabilité sociale des entreprises. Et dans ce cadre là, j'ai décidé de faire mon mémoire sur les données ESG et comment elles sont utilisées par le monde financier mais également comment elles sont publiées par les entreprises. Et donc, voir les liens qui se font, comment les données qui sont publiées répondent vraiment aux attentes des investisseurs? Mais également voir aussi quels éléments peuvent influencer l'utilisation de ces données par le monde financier. Donc voilà au fil des questions c'est un peu ce qu'on va essayer de couvrir. Est-ce que rapidement vous pourriez vous présenter, quelques mots sur votre institution, votre rôle et le nombre d'années d'expérience?

E: Certainement, Etienne de Callataÿ, 58 ans, économiste, j'ai travaillé dans le secteur public ou para-public de longues années avant de rejoindre la banque Degroof en 1999 comme économiste pour principalement voir en quoi l'économie pourrait affecter la gestion dans les portefeuilles. C'est une approche macro-économique, c'est pas une approche de gestionnaire. En 2015, j'ai quitté Degroof, pour différence de vue sur l'évolution stratégique de la maison et en 2016, avec d'autres anciens de chez Degroof, nous avons créé Orcadia asset management qui est une société de gestion patrimoniale. Donc on reste dans le même métier du private banking mais sans être une banque, on est simplement une société de gestion. Donc le compte des clients doit être ouvert dans une autre banque mais ça c'est un détail pratico-pratique. Nous nous concentrons sur l'aspect intellectuel de la gestion et la relation avec le client, tout le reste étant outsource: l'IT, le juridique, la comptabilité que sais-je. Ça marche bien. Donc le focus, comme je le dis, est très clairement sur l'investissement responsable. En 2016, ce n'était pas très original de choisir cet axe là mais c'est encore un petit peu perçu comme sympathique mais peut-être au détriment de la performance. Cinq ans plus tard la perception est toute différente et l'investissement responsable s'est pleinement implémenté et on doit plus expliquer aux gens que « non non n'ayez pas peur, vous n'allez pas avoir des rendements catastrophiques ou non non n'ayez pas peur vous allez devoir prendre beaucoup de risques pour obtenir un rendement décent ». Donc voilà, ça c'est Orcadia qui est une société de gestion basée au Grand-Duché

Luxembourg mais donc de droit grand-ducal mais ça c'est parce que c'est à Luxembourg que se trouve l'écosystème de la gestion. Et même j'aime dire en termes de certification responsable, récemment la Belgique avec Febelfin est venue avec le label Toward Sustainability mais il existait déjà depuis de nombreuses années au Luxembourg ; un équivalent si on veut qui s'appelle Luxflag. Et d'ailleurs nos 2 fonds, nos 2 compartiments de Sicav sont labellisés par Luxflag. Donc aujourd'hui, le Luxembourg garde une odeur de soufre sur le plan responsable, sur le plan éthique alors que en fait pour implémenter une société de gestion ça reste un très bon endroit. N'en aurais-je pour preuve que les fonds de Triodos qui sont basés à Luxembourg. C'est pas un simple effet du hasard. Donc voilà, ça c'est pour nous, on gère un gros milliard d'euros aujourd'hui malgré la Covid. L'année dernière, on a une croissance de 20 % donc la tendance est résolument positive.

S: D'accord merci beaucoup. Je voulais savoir aussi, j'ai un peu regardé, mais je ne sais pas si vous êtes signataire des PRI?

E: Oui

S: Ok d'accord vous pouvez me dire pourquoi? J'imagine que c'est dans la même démarche?

E: Alors effectivement, je vais être très franc, moi les PRI j'y crois pas trop. C'est un débat et donc j'y crois, c'est pas tout à fait un hasard si j'utilise le mot j'y crois, à priori d'un point de vue plus scientifique, le mot j'y crois n'a rien à voir. Mais en fait en terme d'impact sociétal, je pense qu'il y a une forme d'hypocrisie que je n'aimerais pas avoir à me dire ; je vais être actionnaire d'une société d'armement pour pouvoir influencer la manière dont la société fonctionne. Je pense qu'il y a un moment où on peut dire not in my name, je veux pas de ça pour moi, No passeran que sais-je, enfin exprimez ça comme vous voulez. Non ça c'est pousser l'art de la compromission un petit peu loin donc je préfère ne pas être un actionnaire de cette société et avoir le message le plus explicite: "aussi longtemps que vous ferez des armes vous n'aurez pas mon bel argent, point barre et se casser " si je peux me permettre de m'exprimer de manière crue. Donc moi, je reste convaincu que ce qu'il faut faire c'est avec son bel argent investir dans une société qui se comporte mieux ou qui se comporte moins mal. Je crois pas que ce soit vraiment possible pour une société de gestion à fortiori une petite société de gestion, comme Orcadia, d'aller influencer la manière dont les entreprises sont conduites. Vous imaginez bien avec notre Sicav, on doit investir dans, je sais pas moi, des milliers d'entreprises. Parce qu'on

veut de la diversification, règle d'or en matière de gestion et donc on est bien incapable d'avoir une vue un peu fine sur les vertus de telles ou telles propositions présentées à l'assemblée générale. Si ce n'est en plus que je ne suis pas certain que l'assemblée générale soit toujours le lieu où se prennent les décisions réellement importantes sur le terme de la soutenabilité. Bref, je ne pense pas que l'aspect être un actionnaire actif, ce qu'on appelle stewardship en anglais soit réellement le must. Donc nous on a commencé par ne pas le faire aussi parce que bon on est quand même petit et qu'on voulait ne pas avoir des frais trop élevés pour nos clients d'une part, et d'autre part, avoir une rentabilité qui n'inquiète pas nos clients. C'est une chose un petit peu sottise mais les clients se disent que si leur gestionnaire ne va pas très bien financièrement ça pourrait l'amener à prendre plus de risques et puis qu'est-ce qui se passe s'il fait faillite? Peut-être que mes titres vont être gelés pendant quelques temps ?, ce genre de question. Donc il nous fallait être rapidement rentable et il nous fallait se soucier, sans augmenter les frais à l'excès. Il nous fallait mesurer nos dépenses et on devait être lean and mean et donc on a choisit de ne pas dépenser de l'argent pour les UN PRI, le stewardship et tout ça et se concentrer sur quoi on investit. Ceci dit, la tendance est, je ne l'aime pas mais on dit en latin Volens Nolens, qu'on aime cela ou qu'on aime pas cela, Like it or not en anglais, et bien on est un peu obligé, on est poussé dans le dos pour quand même faire de l'engagement actionnarial, du stewardship et donc oui, on a souscrit récemment, je crois que c'était en 2019 aux UN PRI. Mais on est pas très bon. On a aussi un contrat avec ISS qui est avec Last Lewis l'autre grand acteur. Mais pour vous dénoter il y a pas de bon acteur pointu en la matière. ISS, leur philosophie, c'est défendre ce qui est dans l'intérêt de l'actionnaire. Par exemple, si c'est pour lutter contre une rémunération délirante du management, là on pourra compter sur ISS parce qu'on peut penser que c'est pas dans l'intérêt de l'actionnaire mais s'il s'agit de "polluer parce que c'est bon pour réduire les coûts", ISS à priori ne va pas y trouver à redire parce que c'est un intérêt pour l'actionnaire. Donc oui, on signe et on fait de l'actionnariat enfin de l'engagement actionnarial mais je vous dis c'est pas ce dans quoi on met le plus de poids.

S: D'accord merci beaucoup. Je vous propose maintenant de passer à la vue d'ensemble de votre processus type d'investissement, c'est-à-dire en fait quelles sont les grandes étapes de votre processus d'investissement et également les informations que vous considérez durant ce processus.

E: Ok c'est relativement facile même si cela connaît des exceptions. Je vais me baser pour répondre sur ce que l'on pratique dans notre grand fonds patrimonial qui aujourd'hui rassemble

environ un tiers des capitaux que nous gérons. Mais sachant que pour les clients qui ne sont pas en Sicav on va souvent dupliquer ce qu'on fait dans la Sicav avec des modalités d'adaptation ici ou là. Donc je pense que parler de la Sicav patrimoniale est représentative de la manière dont chez Orcadia on envisage la gestion. Alors comment fait-on ça? En fait, on a d'abord commencé par établir un benchmark. Ensuite, on a établi des bornes autour de ce benchmark. Benchmark par classe d'actif et puis par zone géographique. Si on se concentre sur les actions, on va déterminer un benchmark, ça va être 55% à l'action et la borne ça va être entre 30 et 65%. Et puis là dedans on dit 40% sera investi en Europe, 35 % aux États-Unis etc... là aussi avec des possibilités de déviation. On a fixé ainsi les grandes catégories d'actifs et puis maintenant il faut remplir des cases si vous voulez. Pour ce qui est de nos investissements, nous avons systématiquement privilégié de l'investissement responsable même si on s'autorise d'investir ici ou là dans des actifs qui ne sont pas responsables. Mais entendez moi bien, ce n'est pas qu'on investit dans des actifs dont on sait qu'ils ne sont pas responsables mais on va investir dans des actifs dont on ne sait pas s'ils sont ou s'ils ne sont pas responsables. Donc c'est pas qu'on va se permettre d'investir quand même dans du tabac ou dans des armes c'est que l'on va se permettre de souscrire à une obligation émise par je sais pas moi Aténor qui est un développeur immobilier bruxellois parce que Aténor n'est pas rangé, n'est pas classé donc on ne sait pas si Aténor est considéré comme responsable ou pas responsable. A priori, cela nous semble pas irresponsable donc on se permet de le faire donc il y a cette petite latitude. Ok, je mets cela de côté, pour le reste on va investir comment? On va investir de 3 types de support. On va investir dans des ETF, des trackers, ce genre de choses,... On va investir dans des fonds actifs gérés par des gestionnaires tiers et on va investir dans ce qu'on appelle des lignes directes nous-mêmes choisissant d'investir ou pas dans Tesla. Voilà donc ça ce sont les 3. Le principal support ce sont les trackers. Pourquoi ? Parce nous pensons que notre valeur ajoutée elle est dans ce qu'on appelle l'asset allocation, un peu plus d'action, un peu moins d'action, un peu plus d'États-Unis, un peu moins d'États-Unis, un peu plus de Yen ou un petit peu moins de Yen. Mais qu'elle n'est pas d'abord et avant tout dans le choix de telles valeurs. Est-ce qu'il faut mieux investir chez BMW plutôt que chez Daimler, je n'en sais rien. Voilà donc on fait d'abord de l'asset allocation et on le fait au travers d'ETF avec les avantages de la flexibilité et de la minimisation des coûts. On en arrive à l'aspect responsable, les ETF que l'on va choisir ce sont des ETF de MSCI, indexé sur le MSCI soit ESG soit SRI mais dans l'immense majorité des cas les MSCI SRI. Est-ce qu'il y a une petite différence entre les deux? Oui, le MSCI ESG fait du best in class à 50% tandis que le MSCI SRI fait du best in class à 25% et met des exclusions sectorielles additionnelles. Par exemple, dans le ESG on peut avoir des

OGM, on en aura dans le SRI. On peut avoir du nucléaire dans l'ESG on n'en aura pas dans le SRI. Donc nous avons voulu avoir un seuil plus ambitieux, en terme d'exclusion sectorielle. C'est pas que j'ai une vue définitive sur le nucléaire c'est que je m'aligne derrière MSCI qui dit que ce sont des activités controversées et si c'est controversé je m'abstiens, ce qui est une attitude de prudence qui me semble assez facile à défendre. Donc ce n'est pas qu'on dise le nucléaire c'est bon, les OGM c'est bon ou le nucléaire c'est mauvais, les OGM c'est mauvais, c'est controversé. Moi il y a suffisamment moyen d'investir de manière diversifiée autrement pour ne pas aller prendre ce risque là. Donc nous on le fait au travers de MSCI et on a deux types de supports principaux c'est les trackers d'une part, de Ishare de Vanguard et d'autre part, ceux de UBS. Il n'y a pas énormément de choix en termes d'indices MSCI SRI et ils vont un petit peu plus loin même. L'un déjà et l'autre tout prochainement par rapport à MSCI SRI, c'est qu'en plus ils se disent low carbon. Donc par MSCI SRI la logique c'est se dire: est ce qu'on autorise le fossile, les énergies fossiles? Oui ils l'autorisent, ils interdisent le gaz de schiste ou le charbon, des trucs comme ça mais du pétrole et du gaz "ordinaire" ils l'acceptent. Et là dedans ils vont se dire ben voilà quelles sont celles qui sont responsables, pas responsables? Total, par exemple, a été très longtemps SRI. Ils viennent de sortir de l'indice mais ils ont été très longtemps dedans. Ici ils ont maintenant aussi bien à Ishare et Ubs vient de l'annoncer il y a quelques jours, ils vont utiliser des indices MSCI SRI low carbon donc ils relèvent le seuil d'exigence et ça nous satisfait. Voilà pour la partie des actions investies au travers du tracker. Je continue l'explication?

S: Oui c'est très bien.

E: Donc la deuxième partie, c'est les fonds actifs c'est, par exemple, tel gestionnaire est très bon sur le Japon et parvient normalement à dégager de la valeur ajoutée, donc à faire plus que couvrir ses frais donc "bat l'indexation" donc on a des fonds de tiers. Ces fonds de tiers, c'est au travers de fonds qui sont avec toujours une tonalité responsable. Mais là on fait une petite due diligence mais limitée et ils peuvent s'écarter de MSCI donc ça veut dire ils peuvent avoir leur propre méthodologie. On travaille par exemple, avec un gestionnaire qui s'appelle Alquity qui a une bonne réputation mais il ne suit pas le MSCI. Deuxième poche donc les fonds de tiers. Troisième poche, les valeurs individuelles et bien là, on va se prendre comme gisement potentiel les indices MSCI responsables et on ira puiser là-dedans. Donc on a le filtre, notre stratégie c'est vraiment ça, c'est avoir un filtre responsable et ensuite choisir. Et à ce filtre responsable, on ajoute les exclusions du fonds souverain norvégien, pour les valeurs

individuelles. Ça ne mange pas de pain parce que MSCI les couvrent déjà en fait. Mais là où on est plus pointus c'est qu'on va aussi faire passer au travers du tamis de ce qu'on appelle Financité, qui est une organisation belge qui a ses propres listes noires et qui donc va dire ça passe et non ça passe pas. Et donc ça, le tamis est plus resserré donc les valeurs de passer à travers le tamis de MSCI et ils doivent aussi passer, uniquement pour les valeurs individuelles, pourquoi? Parce qu'il n'existe pas d'ETF qui suivent la nomenclature ou la méthodologie de Financité, là on aurait pas les moyens. Vous allez me dire, vous pourriez faire que des valeurs individuelles qui respectent Financité. Oui mais à ce moment là, on a un plus de coûts et on n'a pas la même diversification que ce que l'on a avec des trackers. Nous, si demain, il y a des ETF plus ambitieux on sera ravi d'y investir mais pour l'instant on fait avec ce qu'on a. Ça c'est pour la partie actions, pour la partie obligations il y a deux types

d'obligations: les obligations d'entreprises et les obligations souveraines, les obligations d'état. Pour les obligations d'état, les obligations souveraines, nous avons développé notre propre méthodologie ça n'existe pas en fait. Il n'y a pas aujourd'hui des indices qui nous disent: est-ce que la Turquie c'est admissible? Oui ou non? Est-ce que la Pologne est admissible? Oui ou non? Et je prends à dessin des pays qui sont "border line". La Pologne ou la Turquie, c'est pas la Chine. Il n'y a pas des camps de concentration, il n'y a pas ce qu'on fait avec les Ouïghours ou que sais-je. Mais en attendant ce ne sont quand même pas les pays que l'on les trouve les plus sympathiques. On a développé notre propre méthodologie qui combine des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance. Et dans gouvernance, on élargit avec toutes les notions d'état de droit, respect de la presse, ce genre de choses. Donc cet ensemble de considérations entre dans notre méthodologie, on fait passer ça, le résultat c'est qu'il y a que les pays industrialisés, et encore pas tous, qui sont admissibles. Donc de facto, nous n'investissons pas en Pologne, on investit dans l'état turc, on investit pas évidemment en Chine ou en Arabie Saoudite, cela va de soi. Donc voilà pour la partie obligations souveraines et puis il reste la partie obligations d'entreprises, là le point de départ, c'est d'investir dans des obligations d'entreprises qui sont considérées par MSCI comme étant responsables, donc on applique. Mais parfois on a des obligations qui sont émises par des entreprises, qui ne sont pas suivies par MSCI et c'est là où, je vous dis, on se permet d'avoir éventuellement des dérogations. Je dois encore ajouter une chose c'est que si l'entreprise est considérée comme satisfaisante aussi bien, en actions qu'en obligations, satisfaisante par MSCI mais que Sustainalytics qui est l'autre grande maison dit : « non, celle-là elle est très mauvaise alors on l'exclût. Si celle-là d'après Sustainalytics, ils sont juste pas bons. Si on met le seuil à 50% par exemple et que MSCI dit oui oui ils sont dans les 50% les meilleurs et que Sustainalytics dit non là en fait, il faut

tomber à 60% pour qu'ils soit acceptables, on y va. Mais si Sustainalytics nous dit qu'elles sont dans le moins bon quartile, elles sont pas investissables, quand bien même MSCI dirait elles sont super top. Donc on a un critère d'exclusion additionnel, on cross check l'information. Il se pourrait qu'il y ait un jour un conflit d'intérêt ou une erreur d'évaluation dans le chef de MSCI qui fait que MSCI dira: oui cette entreprise là, elle est super top, alors qu'il y aurait un gros scandale environnemental, social ou de gouvernance qui lui aurait été détecté par Sustainalytics. Mais en faisant comme ça, on se prémunit contre ce risque là. Ensuite, il y a encore le cash dans les portefeuilles, qui est du cash ou du semi-cash sous forme de commercial paper. Mais tout ce qui est produit sophistiqué, structuré et tout ce qui est matière première, tout ça on ne fait pas parce que ça sent souvent un peu le soufre sur le plan de la transparence, sur le plan des droits de l'homme. Matières premières et droits de l'homme ça... La production d'or c'est quand même un général quelque chose... Alors bien sûr, on est pas myope, on peut se dire qu'on va investir dans des produits style des éoliennes et que les éoliennes ont besoin de terres rares et que les terres rares sont produites dans des pays où on ne respecte pas les droits de l'enfance. On en est conscient, mais si on a moyen d'éviter certaines choses et on pense qu'on peut construire raisonnablement des portefeuilles sans mettre ce genre d'actifs un petit peu plus particuliers et plus à risques.

S: Parfait. Un grand merci, donc juste si je peux résumer votre approche est principalement basée sur des sources d'analyses externes pour les informations ESG et effectuer des vérifications

E: Cross-checker, donc renforcée en combinant des sources

S: Parfait, d'accord. Donc j'avais quelques questions sur...

E: Je vous interromps presque tout le monde fait comme ça, utilise des sources externes. Il y a une grosse exception en Belgique, c'est Triodos qui a son propre service d'études et il y a une semi exception qui est KBC qui utilise les informations brutes de MSCI mais qui les repondère. Ils peuvent dire, par exemple, que le travail des enfants c'est pas très important, ou bien que c'est beaucoup plus important que le poids que donne MSCI. Donc ils vont changer les pondérations mais ils vont utiliser l'information brute de départ.

S: D'accord

E: Et la plupart agissent comme nous, en fait la plupart vont prendre soit Sustainalytics soit MSCI. Nous on fait ça mais je vous dit on ajoute des niveaux de cross-checking.

S: D'accord.

E: Je vous ai interrompu.

S: Non il y a pas de soucis. Mais justement j'allais dire que j'avais quelques questions sur tout ce qui était rapport CSR des entreprises. J'imagine que du coup si c'est quelque chose que vous analysez peut-être un peu moins, on va peut-être pas s'aventurer là-dedans.

E: Tout à fait.

S: Maintenant je vais peut-être vous demander pourquoi plutôt choisir justement ces méthodologies-là plutôt que vraiment appliquer vos méthodologies à vous? J'imagine que c'est une raison de coût?

E: Evidemment parce que vous savez s'il faut engager 20 personnes pour faire de l'analyse. Aujourd'hui, Orcadia, en tout et pour tout c'est douze collaborateurs. Donc ça voudrait dire qu'en devrait faire x3 sur notre charge. Donc je vous disais, nous on se doit d'être rentable parce que si on n'est pas rentable on inquiète nos clients potentiels. On se doit d'être rentable c'est peut-être je vais pas être comme chez Nietzsche. C'est une phrase que j'utilise de temps en temps chez Nietzsche il évoque le fait d'un mouton. Et le mouton il voit passer un oiseau et il dit "C'est con de voler". Bien sûr il dit c'est con parce que de toute façon il n'avait pas le choix. Un mouton qui vole ce n'est pas évident. Et donc il "se fait une raison" en se disant c'est con de voler. Alors que non, à priori vous, moi, s'il y avait moyen de voler je crois qu'on aimerait bien jeter un petit coup d'oeil là en haut de l'arbre. On ne le fait pas, mais voilà c'est comme ça ; on a nos deux pieds, on a d'autres avantages que ce que les oiseaux ont. Mais on a aussi des petits inconvénients. Donc ici je vais pas vous dire que c'est con de le faire en externe on n'avait pas le choix de le faire en interne. Ceci dit je préfère faire appel à MSCI qui a 200 gars plein temps là-dessus que me baser et faire ça mal sur un coin de table avec 5, 10 ou même 20 analystes. Je pense que malheureusement Triodos avec 20 analystes ne peut pas faire un travail en profondeur sur toutes les sociétés investissables dans le monde. Donc il y a un choix: ou bien

ils font du travail, et je m'entends bien avec le patron de Triodos et j'ai le plus grand respect pour Triodos comprenons-nous bien, mais en attendant c'est un choix et je comprends qu'il l'aient fait mais pour nous, il était déjà trop ambitieux mais je ne suis pas sûr que ce soit la meilleure des choses à faire. Enfin je crois que c'est bien qu'il y ait à côté de ceux qui, comme nous, utilisons MSCI, il y aient des gens qui ont leur propre recherche parce que ça permet de dynamiser le secteur. Je voudrais pas être dans un monde dans lequel il y aurait que MSCI qui ferait la loi sur ce qui est responsable et ce qu'il ne l'est pas. Donc je suis très heureux qu'il y ait Triodos pour faire sa propre recherche, mais c'est une faiblesse quand il s'agit d'investir dans les pays émergents ou au Japon. Je sais pas très bien comment ils font pour obtenir l'information. Oui, parce qu'on peut se baser sur un rapport CSR d'une entreprise mais enfin le greenwashing étant ce qu'il est, on sait qu'il faut parfois aller un petit peu plus loin. Et quelle est la force de frappe de Triodos pour déterminer si telle entreprise en Australie, en Indonésie ou à Tokyo fait mieux ou éventuellement un peu moins bien que ce qu'elle décrit dans son rapport CSR ?

S: D'accord, un tout grand merci. Je propose maintenant de passer un peu plus aux raisons et motivations d'intégrer ces informations ESG. Vous m'avez déjà parlé que c'était quelque chose qui pour vous, il fallait faire mais est-ce que c'est plutôt, dans l'intérêt par exemple, de réduire les risques, de peut-être de répondre à des demandes de vos investisseurs?

E: Alors la motivation au départ, c'est d'abord une motivation personnelle. Mais quand je m'exprime sur le sujet je mets toujours deux arguments, en disant ces deux arguments qui sont, on va dire "orthogonaux", c'est-à-dire des arguments qui ne sont pas dépendants les uns par rapport aux autres, et qui sont à priori très différents et que nous n'allons pas arbitrer. Il y a des arguments de type éthique et il y a des arguments du type financier. Vous pouvez vouloir investir de manière responsable pour des raisons financières, comme vous pouvez vouloir investir pour des raisons éthiques et je n'ai pas à juger. Donc je veux absolument pas être dans une démarche de prosélytisme. Ce que je suis content c'est qu'avec Orcadia, on puisse offrir un service de qualité à des gens qui ont une oreille pour investir de manière responsable ou bien des gens qui n'ont pas d'oreille mais qui se disent : enfin là l'équipe de Orcadia, je leur fais confiance ce sont de bons gestionnaires. Moi ils me proposent d'investir de manière responsable c'est que je vais pas y perdre ma culotte, donc je vais y aller. Notre idée à nous, c'est de faire bouger des gens qui n'étaient pas investis de manière responsable pour qu'ils deviennent investis de manière responsable en leur proposant un service de qualité en les rassurant, en

leur donnant de la confiance. Ça c'est notre première motivation, notre motivation c'est pas d'aller piquer des clients à Triodos est encore peut-être moins à Credal ou à je ne sais quel autre acteur de fonds à impact. Donc si les gens avaient envie d'investir de la manière la plus ambitieuse avec leur bel argent, super qu'ils continuent de le faire. Nous, c'est plutôt accompagner des gens qui n'investissent pas de manière responsable ou bien qui investissent mais avec des gens qui le font de manière un petit peu légère ou qui le font avec des pratiques professionnelles qui ne sont pas à la hauteur de, je vais dire, la belle ambition d'éthique professionnelle que nous cherchons à promouvoir. Donc voilà, ça c'est les deux motivations, elles peuvent être financières, elles peuvent être éthiques, nous ne les jugeons pas et nous exposons les deux aux clients. Donc on leur dit qu'il y a des motivations qui peuvent être éthiques et là il n'y a pas besoin de s'appesantir, avec bien sûr un bémol c'est que c'est l'éthique de MSCI. C'est MSCI qui va considérer est-ce que payer ses impôts c'est un facteur qu'on prend en ligne de compte? Oui ou non ? Est-ce que d'avoir, je sais pas moi, une politique LGBTQ+, est ce que c'est un paramètre important? Oui ou non ? Voilà, est ce que tout ce qui est des droits de l'animal? Quel est le poids à donner aux droits du vivant non humain? Il y en a certains qui vont dire c'est marginal, il y en a certains qui vont dire c'est important. Donc on sait bien qu'en s'adressant à MSCI, on souscrit à la méthodologie d'un autre et pas la nôtre. Mais c'est quand même une certaine éthique. Donc ça, c'est être la dimension éthique et l'autre dimension c'est la dimension financière où on présente les évolutions de couple risk-return d'un portefeuille responsable par rapport à un portefeuille géré de manière classique. Et il apparaît que effectivement il y a moyen d'améliorer le couple risk-return ou en tout cas on va dire de ne pas le dégrader et le message que l'on cherche à faire passer ce n'est pas : n'investissez pas de manière responsable en espérant faire beaucoup mieux pour beaucoup moins de risque, c'est que il y a vraisemblablement l'une ou l'autre raison pour penser que vous ferez un petit peu mieux en terme de rendement pour un même niveau de risque ou que vous ferez un même rendement pour un niveau de risque un petit peu plus faible parce que l'entreprise est un petit peu résiliente. Mais donc, on dit, il y a un argument financier mais il est light : n'espérez pas faire trois fois plus, trois fois mieux en investissant de manière responsable.

S: D'accord, un grand merci. Je propose maintenant de passer à tout ce qui votre approche en fait pour le choix d'actions individuelles. Vous avez dit vous vous référer à l'indice MSCI, vous faites principalement du best-in-class dans ces cas là?

E: Oui mais parce que l'indice MSCI c'est du best-in-class à 25%. MSCI comment est ce qu'ils fonctionnent? Ils vont d'abord faire des exclusions sectorielles donc je vous disais, par exemple, pas d'OGM, etc,... Donc il y a d'abord des exclusions puis une fois qu'on a exclu, ils vont regarder secteur par secteur, ils font leur classement sur base de leur méthodologie ESG. Dans ce que eux appellent MSCI SRI, ils vont retenir les best 25% de chaque secteur. Cela devient en fait leur univers à eux. Une fois qu'on a cet univers là, qu'est ce que nous avons fait? Et bien pour vous dire la partie où on fait des indices, des trackers, on réplique ce sous-ensemble là. Quand on est dans les valeurs individuelles, on peut se permettre d'aller plus loin et de réappliquer un autre filtre. On va pas prendre toutes ces valeurs là, on va d'abord leur faire passer d'autres filtres, par exemple, qu'est ce que Sustainalytics en dit? Qu'est-ce que Financité en dit? Qu'est ce que le fonds souverain norvégien en dit? Et alors on a fait passer cela dans un filtre supplémentaire puis ça nous laisse un gisement plus restreint, et là on va aller choisir individuellement des valeurs, ce qu'on appelle stock selection, donc une sélection de valeurs individuelles dans ce sous-ensemble plus restreint.

S: D'accord, donc j'ai bien compris vous utilisez toutes ces sources externes mais est-ce que à certains moments vous vous dites: voilà , nous on pense que cette action là?

E: Oui

S: Que cette action là, on va la privilégier?

E: Non, on ne fait pas comme ça, on fait dans l'autre sens. C'est à dire qu'il y a des entreprises qui parviennent à passer dans les filtres et qui néanmoins ne nous plaisent pas et on se permet de ne pas le faire. Par exemple, je crois que Coca-cola est considéré comme SRI mais nous on n'a pas envie d'investir dans Coca-cola. Je pense que Mcdo est considéré comme SRI et ça se comprend Mcdo est dans le secteur, on va dire de la restauration, c'est à priori pas un secteur qu'on va condamner. Ok, donc on a passé le filtre des exclusions. Puis il y a le filtre du SRI, mais si Mcdo fait moins mal que toute une série d'autres opérateurs dans son secteur, paie un salaire qui est pas terrible mais qui est moins mauvais que.., a des politiques environnementales qui sont pas terribles mais qui sont moins mauvaises que... Et bien le best-in-class peut permettre de quand même retenir des Mcdo et puis alors il y a un filtre purement discrétionnaire dans notre part qui est très peu activé mais je vous dit ces quelques valeurs emblématiques, Coca-cola me vient à l'esprit, il y a Mcdo. Quand Caterpillar a licencié

à Charleroi, et bien on s'est dit pour un investisseur belge dire: "Et bien Orcadia a été choisir quelques valeurs particulières et voilà Caterpillar c'est bon." Oh beh non parce que oui, ils sont peut-être bon niveau mondial mais comment ils ont géré la fermeture de Charleroi c'est pas top. Donc on se dit, on va pas "s'embêter", on va dire qu'on va pas choisir Caterpillar comme valeur individuelle particulière. Donc il y a quelques noms comme ça, un peu emblématique, un peu connu du grand public, qu'on va chercher à éviter. C'est pas qu'on va surpondérer délibérément telle ou telle valeur, on dira: "Ha Tesla, ça c'est génial donc on va augmenter la dose de.....voilà. » Mais on va exclure encore quelques noms qui pourraient ne pas être compris par Monsieur et Madame tout le monde.

S: D'accord. Juste pour être sûr, vous faites ce processus à chaque choix d'actions ou d'ETF?

E: Alors en fait non. Donc MSCI, je crois qu'ils actualisent leur liste deux fois par an. Et donc nous quand on investit dans une entreprise, pour qu'on y investisse il faut qu'elle soit SRI et puis elle peut perdre son statut. Si d'autres s'améliorent, celui qui était best-in-class, vous étiez 24e sur 100 et vous passez à 26e sur 100 et vous n'êtes plus considéré. Alors à ce moment là vous n'êtes plus investissable et il faut vendre. Et notre règle c'est que si vous passez de 24 à 26 on se donne trois mois pour vendre, si il y a un gros scandale qui éclate, vous pouvez être bon et puis il y a un gros scandale qui éclate, là le gestionnaire doit passer devant le comité de gestion et présenter le case et on décide si on vend directement ou si on se donne trois mois qui est la règle usuelle pour vendre. On ne veut jamais à priori vendre dans la précipitation mais je dis si il y a un gros scandale qui éclatait et c'est vrai que MSCI ne sait pas tout sur les entreprises. Il peut y avoir eu de la fraude qu'ils ne savaient pas, il peut y avoir eu un comportement environnemental qu'on ignorait, on pourrait alors décider même de vendre instantanément.

S: D'accord, merci. Vous parliez au début de notre entretien sur le label

E: Luxflag.

S: Exactement. Vous suivez ce label? Comment ça se passe?

E: Alors en fait Luxflag c'est cette sorte d'ASBL c'est pas une institution publique, c'est pas non plus une entreprise commerciale "pro gains", c'est un organisme de certification qui fonctionne comme une ASBL et qui s'intéresse au processus d'investissement et qui a validé ce processus. Ce qui est intéressant de souligner c'est qu'il est relativement fréquent d'avoir des certifications pour des fonds qui investissent rien qu'en obligations ou rien qu'en actions mais pour des fonds patrimoniaux qui combinent actions et obligations, comme c'est le cas de ce fonds dont je parlais. Là, c'est quelque chose qui est plus difficile, parce que pour gérer ce fonds, vous êtes amené à utiliser des instruments qui peuvent ne pas être considérés comme responsables. Donc ça limite les possibilités de gestion et donc c'est relativement rare de voir des fonds patrimoniaux obtenir ce genre de label.

S: D'accord merci. Je voulais savoir aussi: on remarque parfois que la conjoncture peut influencer potentiellement l'intégration de justement les données ESG. Est-ce que c'est quelque chose qui vous, potentiellement vous affecte, où vous suivez MSCI et cela ne vous affecte pas au final?

E: Nous, c'est un choix stratégique en phase avec notre ADN. Donc même si la conjoncture devait être mauvaise on va pas dire que pour des raisons de cost cutting, on va résilier l'abonnement avec MSCI ou qu'on va se mettre à investir autrement. Donc non, nous ça fait partie vraiment de qui nous sommes, donc il y a zéro potentialité que nous remettons en cause le fait d'investir de manière responsable. Ceci dit il est tout à fait possible que demain s'il apparaissait que Sustainalytics fournit de meilleures recherches que MSCI que l'on rompe le contrat avec MSCI pour souscrire un abonnement avec Sustainalytics, on n'est pas marié avec MSCI. Au moment de lancer Orcadia, on avait le choix entre les deux, on a pris MSCI parce que MSCI avait la meilleure réputation et même si MSCI était un petit peu plus cher, on s'est dit on va quand même aller vers celui qui a la meilleure réputation. Mais je vous dis demain on pourrait très bien changer s'il devait apparaître que MSCI se comporte mal ou s'il devait apparaître que Sustainalytics se comporte mieux que MSCI ou si il y avait un troisième acteur on irait pour ce troisième acteur. Il n'y a pas de souci mais que la conjoncture, et en particulier les pressions sur la rentabilité d'Orcadia, fasse que l'on renonce à ça, non ça je crois pas. J'ai envie de vous dire "not over my dead body".

S: D'accord et est-ce que la pandémie actuelle, la crise actuelle vous a amené à reconsidérer certaines choses par rapport à ça ou est ce que vraiment vous suivez votre ligne?

E: En fait, on suit vraiment notre ligne. Je pense que la pandémie nous aide malheureusement en ce sens qu'elle peut que contribuer à une prise de conscience de questions de type environnemental et d'inégalité. La pandémie a montré ce que les inégalités pouvaient signifier. Celui qui passe une pandémie dans une maison avec jardin et celui qui passe la pandémie dans un appartement sans balcon, c'est pas avoir la même expérience de vie quoi. Donc entre celui qui a son boulot bien assuré, qu'il soit fonctionnaire ou qu'il soit économiste dans une société de gestion basée à Luxembourg par rapport à celui qui travaille dans l'horeca ou dans la culture. Les inégalités ont été exacerbées donc la préoccupation, la Covid a montré notre interdépendance. Elle a montré toutes des choses qui sont en amont des préoccupations auxquelles Orcadia cherche à répondre. Sur le plan environnemental, c'est évident alors loin de moi, je vais dire, on a les experts de l'OMS qui sont en Chine et pour voir les causes. Est-ce que c'est un problème d'atteindre la biodiversité qui fait qu'on a plus de virus aujourd'hui ? La chose semble être acquise. Est-ce que c'est parce qu'il y a moins de biodiversité que l'on a la Covid-19, ça c'est pas encore établi mais on peut penser qu'il y a éventuellement des liens. Et donc je pense que la Covid ne fait que renforcer l'importance que l'on va accorder à ces questions d'inégalité, ces questions sociales, ces questions environnementales et je crois qu'il y a aussi une dimension avec la Covid, une prise de conscience de l'importance de la qualité de vie. Tout ça fait, je pense, que le message d'investissement responsable aujourd'hui est encore plus facilement audible qu'il ne l'était il y a quelques années. De plus, en 2020, l'investissement responsable a de nouveau surperformé et spectaculairement l'investissement classique donc c'était une année, une "bonne année" pour l'investissement responsable qui a fait nettement mieux que l'investissement classique.

S: D'accord merci. J'aimerais maintenant passer au contexte européen et toutes les potentielles législations qui se mettent en place. Comment est-ce que vous voyez le futur contexte et les futurs potentielles législations par rapport à tout ce qui est investissement responsable?

E: D'abord je salue le fait qu'il y ait une volonté de l'Europe d'aller dans ce sens là. Je suis convaincu que le secteur financier a un rôle important à jouer pour la transition. En fait, en amont, je suis convaincu que les entreprises ont un rôle extrêmement important à jouer. Ce que vous, moi, nous faisons à titre de citoyen trier les déchets, essayer de pas trop polluer, tout ça,... c'est super il faut surtout continuer mais si on peut avoir un effet de levier au travers des

entreprises. Vous savez si les Danone et les Nestlé mettent un petit peu moins de plastique dans leur yaourt, ça aura beaucoup plus d'impact que vous en triant convenablement vos déchets ou allant dans une épicerie bio en vrac quoi. Donc on a un effet de levier énorme, il faut l'activer, c'est ce qu'on essaie de faire avec l'investissement responsable. L'Europe en est consciente, ça participe à cette logique là, c'est très bien. Deuxièmement, que l'Europe cherche à empêcher à des gens de se dire responsable ou durable alors qu'ils ne le sont pas c'est très bien. Alors je ne voudrais pas que l'on aille dans un monde dans lequel on me détermine ce que je peux faire et ne pas faire. Il y a un exemple que j'aime donner en parlant bêtement de moi ; il se fait que nous avons eu la chance d'acquérir une maison en Ardenne et donc à partir du moment où on a eu cette seconde résidence, on s'est mis à rouler davantage. Ben c'est le moment où je suis devenu quasi végétarien. Voilà Etienne, un steak égale 70 km bon sur ma semaine je renonce à trois morceaux de viande et j'ai fait mon aller-retour en Ardenne. Et je préfère un aller en Ardenne et renoncer à la viande. Cet exemple est idiot et on n'est évidemment pas ici pour parler de moi, mais c'est pour dire que j'ai pas envie d'avoir demain l'Europe qui nous dise: "vous pouvez pas utiliser votre voiture, vous pouvez manger autant de viande que vous voulez mais vous pouvez pas utiliser votre voiture, on interdit les secondes résidences. » Non ça, je voudrais pas être dans ce monde là. Mais pas plus que je voudrais vivre dans un monde dans lequel on interdirait le steak mais on autoriserait la seconde résidence. J'ai envie de penser, laissons de la flexibilité aux gens. Les pouvoirs publics peuvent intervenir en leur disant ceci est interdit, vider votre cuve à mazout dans le fond de jardin, c'est interdit et c'est bien heureux qu'il en aille ainsi. Il y a des choses qui sont interdites par les pouvoirs publics c'est très bien. Il y a des choses qui sont obligatoires vous devez entretenir votre chaudière, vous devez faire ceci,... C'est défini par les pouvoirs publics et c'est très bien. Et puis il y a tout ce qui est entre les deux où les pouvoirs publics peuvent informer, sensibiliser mais où il faut laisser de la latitude aux gens. J'ai ma soeur qui habite en Italie, je ne vais pas empêcher ma maman de prendre l'avion à 87 ans pour aller dire bonjour à ma soeur en Italie. Donc je trouve normal qu'elle puisse prendre l'avion mais voilà, ma maman ne conduit pas, ma maman n'a pas de seconde résidence. Donc voilà, j'ai envie qu'on laisse de la latitude. L'Europe est dans cet entre-deux, dans cet entre-deux où il y a de l'espace. Il faut qu'il y ait de la réglementation et il faut espérer une réglementation plus forte tant dans ce qui est obligatoire et dans ce qui est interdit. Mais d'un autre côté, il faut laisser de la latitude. Donc une réglementation européenne va être très mauvaise pour tout cet entre-deux, cette latitude. Bref, ça c'est le contexte général. Je pense que l'Europe se mêle d'une taxonomie c'est une bonne chose même si tout de suite on perçoit les limites de la taxonomie parce que la taxonomie elle va être très E, elle ne va pas être

orientée S ou G. Alors que pour certaines personnes, le S ou le G sont aussi importants que le E et n'ont pas à être... Il y a un petit risque que l'on se focalise sur le E et qu'on en oublie l'importance du S et du G. Mais globalement je vous dis, je suis tout à fait en faveur de cette taxonomie qui va faire en sorte que ceux qui se disaient responsables simplement parce qu'ils ne faisaient pas de gaz de schiste mais qui ne faisaient rien d'autre comme effort, c'était un petit peu light. Que ceux-là soient évincés, c'est une très bonne chose. Ceci dit ça va être une belle usine à gaz, donc ça va introduire beaucoup de coûts. Quand même ne tournons pas autour du pot. De la transparence, les entreprises vont devoir communiquer et c'est très bien. Cela va devoir être certifié donc pour les EY, KPMG, PWC, Deloitte de ce monde c'est Bonanza, il y a un boulevard qui s'ouvre à eux pour certifier ceux-ci oui ou ceux-ci pas. Mais voilà c'est le monde dans lequel nous vivons. Donc globalement positif même s'il faut pas être naïf, je vous dis, il y aura des frais qui seront liés à ça, il y aura des accents qui seront mis sur certaines considérations alors que d'autres mériteraient autant d'attention. Donc des imperfections mais globalement, c'est très positif.

S: D'accord et vous comptez justement utiliser cette taxonomie comme potentiel autre filtre? En plus, de ce que vous faites déjà?

E: Alors en fait non, on va faire les choses dans l'autre sens. C'est-à-dire qu'on voudra que... nous n'avons que deux compartiments à Orcadia donc nous on veut... je vous dis il y a des gens qui créent des multitudes sicav et de compartiments. Pourquoi ? Parce que ça permet du marketing. C'est le produit du mois quoi donc on vous vend un jour sicav dans l'eau puis une sicav dans les technologies propres et puis etc... Donc ce sont chaque fois des opérations marketing. Deuxième élément pourquoi est-ce qu'il y a tellement de sicav? Parce que quand une fois il y en a une qui a mal performé, qu'est ce qu'on fait? On la ressort de la vitrine, on la met à l'arrière, il y a des clients qui sont investis dedans, on s'en fout et on met une nouvelle sur la vitrine. Donc nous on a en tout et pour tout deux compartiments et on va en avoir un troisième pour élargir la palette puisqu'on a un fonds patrimonial dit "balanced", moitié actions, moitié obligations, et un fonds purement actions européennes. Et on va avoir un troisième qui est un fonds patrimonial mélange actions-obligations mais plus dynamique. Donc ça c'est pour nous. Donc nous, on a décidé qu'on voulait impérativement être dans l'article 8 de la nomenclature européenne. On pense que l'article 9 est assez ambitieux. On a en tête que notre fonds pur action qui a une méthodologie, je n'en ai pas parlé, mais qui était un peu plus exigeante, on pourrait obtenir d'entrer dans le cadre de l'article 9. Mais on considère que..

Notre ambition c'est certainement. Les premières indications que nous avons eues laissent penser qu'il y aura zéro souci pour que nous puissions avoir nos deux compartiments dans l'article 8.

S: D'accord, voilà on arrive tout doucement pour moi à la fin de cette interview.

E: Super.

S: Je ne sais pas si vous avez d'autres choses éventuellement à dire ?

E: Non non, c'était très chouette. Je ne peux que vous encourager à poursuivre dans ce chemin là. Si vous aviez des questions plus techniques, moi je vous répète, je ne suis pas le gestionnaire donc on a chez Orcadia trois personnes qui vont être plus à même de répondre à des questions plus pointues sur les processus de filtres tels qu'on les pratique etc.. Je ne sais pas si c'est un document qu'on diffuse mais on a un document qui détaille strictement la méthodologique que le gestionnaire suit. Donc on est à votre disposition pour tout complément.

S: Parfait, je vais analyser tout ce dont on a discuté et voir si il y a des choses qui me restent comme question et à ce moment-là je vous contacterai par mail.

E: C'est génial, vous faites votre mémoire avec qui?

S: Valérie Swaen et Yves De Rongé.

E: Ok super, vous êtes dans de bonnes mains. c'est super. Bonne continuation.

S: Merci. Si je peux juste vous demander de renvoyer le document.

E: Oui je fais ça, ça devrait être fait aujourd'hui normalement.

S: On se tient au courant dans tous les cas, je vous enverrais une version de mémoire quand j'aurais fini.

E: Avec grand plaisir, je lirai ça avec intérêt.

S: Au revoir

E: Oui bonne journée au revoir

Appendix 5 : ESG & sustainable investment strategist Degroof Petercam

S: Je vous propose donc de commencer sans plus tarder alors. Donc pour vous dire un peu de contexte donc je suis étudiant en dernière année à L'UCL où je suis un master en management avec majeure en responsabilité sociale des entreprises. Dans le cadre de cette majeure, j'ai eu un cours de finance et investissement responsable. Et donc mon mémoire porte sur les données ESG, l'intégration de ces données ESG par des professionnels du monde financier et le but est également de voir un peu quelles sont les influences de ces données ESG. Par exemple, les nouvelles régulations européennes qui arrivent. J'ai vu que vous aviez écrit justement un article là-dessus pour Degroof et voilà en gros le contexte.

O: Et vous avez des questions précises ou vous voulez que je vous explique un peu ce que nous on fait avec les données?

S: J'ai quelques questions pour la discussion mais hésitez pas à dire ou à tout moment m'interrompre. Donc juste avant de commencer vous pourriez rapidement vous présenter en quelques mots? Votre rôle, votre expérience?

O: Oui, donc moi je suis stratéliste en investissement responsable et durable dans la société de gestion d'épargne qui est le bras gestion financière du groupe degroof Petercam. Je suis en charge de ceci depuis 2013 et donc j'ai un rôle stratégique entre la recherche, la gestion et aussi tout ce qui est positionnement crédibilité de DPAM en tant qu'acteur durable et responsable. Donc je travaille de très près avec les équipes de gestion de recherche mais je ne gère pas moi-même des portefeuilles ou des mandats.

S: D'accord parfait et donc pour un peu commencer, j'ai vu que Degroof faisait partie des PRI.

O: oui donc on est signataire des principes d'investissement responsable depuis 2011 et il y a un reporting obligatoire depuis 2013. Et on a le meilleur rating depuis maintenant déjà quatre années consécutives.

S: Et qu'est-ce qui vous a poussé à aller vers ces PRI?

O: Beh notre intérêt croissant sur le sujet, il y a plus de dix ans de cela et ça nous semblait être une initiative importante. Nous on regarde pour les entreprises tout ce qui est pacte mondial mais quand on regarde ce qui est demandé dans un des principes du pacte mondial des nations unies, c'est finalement très peu pertinent pour un gestionnaire d'actifs basés dans l'union européenne avec des réglementations très très forte sur le secteur. Donc tout ce qui est corruption est très encadré, je pense pas qu'il y ait vraiment des violations des droits humains ou des droits du travail donc dans ce secteur. C'est très facile d'être conforme au pacte mondial je pense et c'était beaucoup plus pertinent de rejoindre une initiative qui est vraiment spécifique aux acteurs asset owners, asset managers sur des questions d'investissement durable ou responsable. Ca nous a permis de formaliser énormément de choses qu'on faisait à droite et à gauche mais avec peu de formalisme et peu de processus. Donc tout ce qui est par exemple politique de vote est un des meilleurs acteurs. Enfin, il y a deux très gros exemples, c'est l'intégration systématique des facteurs environnementaux, sociaux, gouvernance dans toute la recherche puisque c'est le premier principe donc là ça se faisait un peu comme ça en fonction. Ca a été beaucoup plus formalisé et standardisé à l'ensemble de la recherche et des produits. Et tout ce qui est politique de vote de même. On votait par moments certaines assemblées mais ça n'était pas structuré, formalisé donc ça a mené à une politique de vote qui est implémentée depuis 2013 et sur laquelle on a développé et construit, par exemple, tout ce qu'est un dialogue avec les entreprises sur des enjeux clé de gouvernance d'entreprise durable. Donc par exemple ça fait quatre ans maintenant qu'on a plus d'une centaine de lettres qui sont envoyées aux entreprises pour leur demander plus d'indépendance dans les conseils d'administration, plus de transparence sur les questions de rémunération etc. Et puis PRI, un gros atout c'est aussi tout ce qui est accès aux plateformes d'engagement collaboratif, ce qui nous permet de rejoindre d'autres investisseurs, plus petits, plus grands, qu'importe, sur des questions sur lesquelles on peut engager comme par exemple, je sais pas, tout ce qui est transparence fiscale, encore lutte contre la corruption et bien sûr tout ce qui est les questions climatiques.

S: D'accord parfait merci. Est-ce que vous pourriez donner, je sais que vous n'êtes pas vraiment dans la responsabilité d'investissement mais est-ce que vous pourriez me donner le processus type d'investissement chez Degroof? Donc quelles sont les différentes étapes? Quelles sont les grandes informations qui sont considérées?

O: Oui donc normalement les décisions des recommandations d'achats se font essentiellement par les équipes de recherche et un peu les équipes de gestion. Les équipes de recherches vont se focaliser sur différentes questions fondamentales donc tout ce qui est environnement macroéconomique, le profil de la société, quelles sont les barrières à l'entrée, etc...Donc des critères plutôt de recherche fondamentale financière et systématiquement aussi ils intègrent des questions, alors ça peut être plus E, plus S, plus G en fonction du secteur et de la matérialité. Mais systématiquement il y a un pilier sur les questions ESG. Alors ça c'est la première étape. La deuxième étape c'est que donc ils vont faire une recommandation aux gestionnaires avec s'il y a un risque ESG, ils vont le mentionner. Et ensuite la troisième étape, c'est que chaque gestionnaire est responsable de la construction de son portefeuille. Alors il y a évidemment des contraintes d'investissement, qui peuvent aller de peu de contraintes sur les questions ESG et donc dire oui je suis conscient qu'il y a un risque ESG qui est très fort mais en même temps je trouve qu'il y a une prime de risque en vaut la peine, je suis rémunéré pour ce risque comme je le serai pour un risque de devises ou de liquidités et j'investis. Soit il considère que ben non c'est un gros risque qui n'est pas rémunéré et il n'investira pas. Et l'autre option aussi c'est qu'il a des contraintes: il gère un portefeuille sustainable avec des contraintes particulières et donc là il y a des règles en amont à respecter également. Donc par exemple, tout ce qui est conformité au pacte mondial, si la société n'est pas conforme, il n'est pas autorisé à investir. Si elle fait face à une controverse de sévérité maximale, il n'est pas autorisé d'investir. Mais ce qu'il faut savoir, c'est que chez nous ils sont tellement sensibilisés sur ces aspects que c'est très rare qu'un analyste fasse une recommandation à l'achat actif sur une société qui présenterait déjà des violations importantes sur certains principes durables. Mais évidemment dans un portefeuille durable, il y a aussi cette recherche d'impact, de durabilité donc vraiment chercher des sociétés qui sont pas juste très bonnes en gestion ESG mais qui développent vraiment des produits et des services qui apportent des solutions aux enjeux. Donc ça c'est vraiment la différence entre un portefeuille est responsable ou on a intégré le risque, voilà on sait ce qu'on fait, on l'a pris, on l'a pas pris pour différentes raisons. Et puis le portefeuille durable ou là, on veut vraiment financer des solutions pour les enjeux de demain.

S: D'accord donc si je peux résumer alors, de façon général, vous intégrez les données ESG dans tout type d'investissement et pour ce qui est un peu plus responsable, vous regardez plutôt au best in class et vraiment les meilleurs?

O: Il y a du best in class mais il y a surtout: est-ce que la société... Allez on va prendre un exemple très concret: un ab inbev, alors certains diront de l'alcool n'est pas durable etc ou par exemple Total, enfin Total est encore un exemple aussi un peu controversé mais Total par exemple c'est une société pétrolière qui fait énormément dans tout ce qui est transition. Donc on considère que d'un point de vue investissement responsable une société pétrolière qui ne ferait pas beaucoup d'efforts dans la transition énergétique n'a aucune chance de survie dans le futur. Donc là un point de vue purement financier, ce n'est pas un bon investissement à moyen et long-terme et on n'achètera pas. Par contre dans un fond durable, on cherche à financer autre chose que des acteurs majeurs dans l'énergie fossile. Donc on a rien contre Total mais on ne va pas prendre un Total dans un portefeuille de conviction sustainable, parce qu'on sait que les investisseurs s'attendent à autre chose que une pétrolière qui, il est vrai, investit massivement en éolien je le rappelle, mais qui continue quand même à avoir une grosse partie de son business dépendant de l'énergie fossile, ce qui n'est pas l'objectif dans l'investissement durable, labellisé durable.

S: D'accord merci. Et en terme d'information ESG, quelles sont vos sources d'informations? Est-ce que vous utilisez directement les rapports CSR des entreprises?

O: Alors on a une première source, c'est tout ce qui est recherche spécialisée ESG, donc les grands providers comme MSCI, sustainalytics, truecost, les proxyvoter comme Glass Lewis. Ensuite on va utiliser aussi toute la recherche de brokers, il y a des brokers qui se spécialisent aussi sur les questions de matérialité des enjeux ESG, je pense par exemple à Merrill lynch, Bank of America, Kepler, Oddo,... ce type de broker et puis après on va aussi se baser sur les rapports CSR, les rapports climate et tout autre rapport complémentaire que l'entreprise va publier aussi.

S: D'accord et ça de façon systématique? A chaque fois vous combinez les deux éléments ou est-ce que ça diffère selon le type d'investissement?

O: C'est assez systématique, c'est à dire que tout ce qui est un peu screening quantitatif de base, par exemple si on veut avoir des restrictions en matière d'émission carbone etc. Là on va d'abord faire tout un screening quantitatif sur base de truecost et puis quand on pense qu'il y a des sociétés où il faut aller regarder plus près, on va creuser et on va chercher plus en

profondeur les informations dont on a besoin, quitte là aussi quand on rencontre la société, on va l'interroger sur certains indicateurs.

S: D'accord donc vous avez une équipe interne qui s'occupe de justement regarder toutes ces informations ESG?

O: Oui mais chez nous donc il y a mon équipe, qui est une équipe interne, où on est quatre, on est presque cinq dans un mois, qui fait énormément, je vais dire, de recherche pour faciliter et pour guider les analystes fondamentaux dans leur intégration des facteurs ESG. Mais si on doit faire des premiers screenings, par exemple, dire toutes les sociétés cotées au monde qui seraient en violation par exemple du pacte mondial des Nations-Unies. Ca c'est tous des screenings que nous pouvons faire nous-mêmes aussi mais on a tous accès aux bases de données.

S: Oui donc vous faites des recherches supplémentaires par rapport aux bases de données mondiales, plus précises peut-être.

O: Tout à fait.

S: Est-ce que du coup plus sur demande justement des asset managers qui se demandent: ok est-ce que peut-être cette entreprise-là par exemple il y a besoin de plus de recherche dans ce domaine?

O: Ca va être soit ce genre de choses, soit par exemple sur tout ce qui est controversé, donc il y a des niveaux de sévérité, le maximum est interdit dans les fonds durables donc là on discute pas. On sort la liste pour ainsi dire. Mais nous on considère que les vrais risques sur la réputation de l'entreprise et sur sa valorisation boursière va pas venir quand elle est déjà avec une controverse de sévérité maximale, ça en général, c'est beaucoup trop tard. C'est ce qu'on a vu par exemple avec un des derniers scandales de l'écroulement du pont à Gênes sur la société Atlantia ben elle est passée en controversé 5 après l'accident, presque un mois après l'accident. Donc en fait tout est trop tard. Donc nous on fait beaucoup plus de recherches systématiques sur chaque secteur avec les controverses qui sont entre 3 et 4, pour voir si on sait anticiper éventuellement un cas de figure comme une dégradation en controverse 5. C'est ça qui nous intéresse, c'est d'éviter qu'on ait des signaux et qu'on ait raté les signaux. Et puis il y a en effet

les demandes ad hoc sur certains cas particuliers où on aurait des doutes sur l'ESG, où on veut renforcer par exemple nos convictions d'opportunités ESG. Ca peut-être des questions de risque ou des questions d'opportunité.

S: D'accord et donc pour ça vous vous utilisez des outils informatiques précis ou c'est vraiment de la recherche sur internet, des recherches d'information en général sur l'entreprise?

O: Ben on a des outils précis sur tout ce qui est screening, on a des outils précis pour utiliser la recherche comme des Bloomberg, des factset, etc... Et puis après, il y a aussi un peu de travail de fourmi d'aller chercher à droite et à gauche les informations. Tout ce qu'on peut automatiser et faciliter, on le fait évidemment mais il y a encore une partie qui n'est pas possible.

S: D'accord et donc pour ça, à ce moment-là vous utilisez quand même de temps en temps des rapports CSR des entreprises?

O: Oui les rapports climat et autres mais maintenant vous avez les rapports non-financier, qui est une directive aussi Européenne, qui va être la plus utilisée à mon avis au fur et à mesure.

S: J'ai maintenant quelques questions là-dessus sur ces différents rapports. Je voulais savoir, de façon générale, quel type de rapport est ce que vous, dans vos recherches, vous trouvez le plus utile? Je sais bien qu'il y a des rapports qui sont totalement séparés, on voit maintenant aussi la tendance des rapports intégrés directement avec les rapports financiers, on voit les rapports qui sont joints dans une autre partie du rapport annuel. Je sais pas ce que vous vous préférez?

O: C'est une question difficile parce que d'abord comme je le dis on se base beaucoup sur les recherches des brokers qui vont eux-mêmes décortiquer les différents rapports. On va regarder surtout ce qu'ils appellent leur sustainable report. Alors certains l'appellent sustainable, d'autres l'appellent climate, ça dépend si ils font un focus. De manière générale, ce qu'on regarde c'est ce qu'on appelle le sustainable report. Mais on a aussi beaucoup qui se fait en dialogue en direct en fait. Par exemple, pour toutes les questions carbone, on aime bien challenger les entreprises sur ok on a trouvé les données, vous visez les réductions d'autant, à telle échéance etc, mais on n'a pas les détails de comment ils vont arriver à -20 % d'émissions d'ici 2030. Et c'est ça qui nous intéresse plus comment ils envisagent d'y arriver. Est-ce qu'ils vont vendre des activités qui sont trop polluantes? Est-ce qu'ils vont acquérir des nouvelles activités? Est-ce qu'ils vont optimiser leurs processus de production?

Tout ça, ça nous permet de comprendre aussi au niveau financier quel va être l'impact pour arriver à ce genre d'ambition. Donc on fait finalement quand même beaucoup par les questions qu'on peut avoir avec le management directement.

S: Donc ça laisse peut-être transparaître un manque d'information dans ces rapports qui sont publiques?

O: Oui parce qu'il faut comprendre les chiffres derrière. Vous me donnez une minute j'ouvre la porte à mon fils.

S: Pas de soucis.

O: Voilà

S: Vous me disiez que ce qu'il manque dans les rapports c'est vraiment les informations qui les soutiennent et un peu les stratégies qui permettent d'arriver aux chiffres et aux objectifs de l'entreprise?

O: Oui, donc ce que nous on veut c'est vraiment comprendre ce qu'il y a derrière les chiffres. Comment ils vont y arriver quoi. Donc traduire ce qu'il y a derrière et ça, je dis pas qu'on n'a pas toujours l'information, mais si par exemple on ne fait que les non-financial reports, comme c'est demandé aujourd'hui, on n'aura pas tout ce qualitatif derrière. Tandis que dans les rapports de durabilité en général les entreprises expliquent leur projet.

S: D'accord merci et vous mentionniez un peu au début que vous regardez ces informations-là aussi bien pour le risque que pour les opportunités. De façon générale quelles sont vos grandes motivations à utiliser ces informations et pour les asset managers à intégrer ces informations.

O: Excusez-moi vous pouvez répéter la question?

S: Il a pas de souci. Donc vous mentionniez au début que vous utilisez ces informations pour aussi bien pour les opportunités que pour les risques. Est-ce que c'est plus l'un que l'autre, est-ce qu'il y a d'autres motivations qui vous poussent vraiment?

O: Non ça dépend des portefeuilles. Les portefeuilles dits responsables vont viser surtout la partie risque. Les portefeuilles durables comme je le disais, il y a cet aspect opportunité qui vient au-dessus du risque aussi. Donc évidemment il faut qu'au niveau risque ESG, on écarte les pires, que si que la. Mais ça ne suffit pas. Il faut encore en plus cette opportunité donc c'est plus une question de profil de stratégie.

S: D'accord. Vous mentionniez au début que c'était pour donc de l'intégration directement d'évaluation des entreprises c'est bien ça? Et donc en temps de crises c'est peut-être plus sur le coût du capital que vous allez mettre dans les modèles pour les entreprises? Est-ce que c'est plus sur l'affectation des cash-flow? A quel niveau se situe cette intégration au final?

O: Bah ça va dépendre des secteurs par secteurs, qu'est-ce qui est le plus pertinent.

S: Ok.

O: Et du coup c'est pour ça qu'on travaille toujours de très près avec les analystes. Par exemple sur tout ce qui est recommandations des TCFD dont vous avez certainement entendu parler, donc nous on a développé des critères spécifiques on va toujours regarder pour tout le monde. Voilà si ils sont CDP disclosure, si ils ont les disclosure en émission scope 1, scope 2 et éventuellement score 3, est-ce qu'ils ont un alignement avec un scénario 2 degrés, etc... Et puis alors on va avoir la partie vraiment avec l'analyste de dire pour ce secteur-là, quels sont vraiment les enjeux risque ou transition ou physiques ou les deux au niveau climatique et qu'est-ce qu'il faut regarder? Et ça, ça va dépendre d'un secteur à l'autre. Dans des secteurs de transition comme un pétrolier ou utilities, on va regarder comment ils le font mais ça peut être en termes de capex essentiellement, peut-être plus qu'en termes de cash-flow, mais ça c'est un peu plus aux analystes de répondre à ce genre de questions.

S: D'accord.

O: Je pense que en règle générale on regarde beaucoup les questions de cash-flow évidemment. Mais en règle générale sur tout ce qui ambition climatique, on va regarder si il y a un impact capex ou pas.

S: D'accord merci. Est-ce que vous utilisez également tout ce qui est multiple aussi pour l'évaluation de l'entreprise? Et si vous utilisez des multiples, est-ce que ce sont des multiples avec en général des performances environnementales, sociales ou de gouvernances similaires aux autres ou c'est plus vraiment axé ce qui est multiples financiers?

O: Les multiples vont être regardés vraiment plutôt purement financiers. Je réfléchis un petit peu, c'est compliqué votre question parce que oui les multiples sont regardés systématiquement et purement financiers mais la dimension ESG est systématiquement regardée aussi. C'est dans le commentaire qualitatif qu'on va faire. Mais c'est vrai qu'on ne mesure pas par exemple combien de points de base sur les earnings per share va avoir le risque climatique, le manque d'eau donc ça on fait pas non. Mais oui les multiples sont plus quand même regardés sur les aspects purement fondamentaux financiers.

S: D'accord merci. Je vais maintenant passer à tout ce qui est influence, les facteurs qui influencent l'utilisation et l'intégration des données ESG. Vous avez mentionné au début donc pour chaque investissement la personne qui va prendre la décision utilise cette information ESG que vous lui avez transmis pour chaque décision. Et est-ce que par exemple il y a des types de produits ou des industries ou d'autres facteurs qui influencent cette intégration qui font que par exemple la personne va peut-être prendre plus au moins en considération cette information?

O: Là ça revient à ce que je disais, si c'est un fonds sustainable ou pas, si il a un label ou pas, et vous pouvez faire le lien maintenant avec SFDR qui demande une typologie des produits. Donc nous on fait une gradation, dans ce qui est ce qu'on appelle les others, on fait le "minimum". Et donc là le gestionnaire est libre de sa décision comme il prend une décision autre: macroéconomique, liquidités,... C'est lui qui considère: "Je suis rémunéré suffisamment ou pas pour le risque ESG", ça reste dans son chef. Après on a ce qu'on appelle les articles huit qui promeuvent des caractéristiques environnementales et sociales et qui ont aussi des aspects de do no harm principles, en partie. Et donc là nous on a déjà une première partie de contraintes. Donc il y a certains secteurs qu'on ne veut pas financer, il y a certains comportements d'entreprise qu'on veut pas financer. Et puis après il y a tout ce qu'on appelle les articles huit plus donc tout ce qui a sustainable caractéristique et sustainable impact, objectifs environnementaux/ sociaux. Et là on va avoir d'abord, un, ce sont des fonds qui sont labellisés avec pour le moment en tout cas le label toward sustainability en Belgique. Et donc il y a des contraintes qui sont très très fortes sur les questions notamment

climatiques, puisqu'on ne peut pas financer l'énergie, tout ce qui est extraction non conventionnel, on ne peut pas financer la production d'électricité provenant d'énergies fossiles, on ne peut pas financer la production d'électricité générée par du nucléaire dans certaines conditions,... Enfin tout ça est évidemment des contraintes qui sont vérifiées et imposées en amont de la construction du portefeuille. Et puis chaque stratégie peut aussi avoir des propres contraintes, on a des portefeuilles qu'on gère pour certaines universités en Belgique. Les étudiants sont très sensibles sur la question de tout ce qui est énergie fossile et donc on a des règles pour certains secteurs qui sont en ligne avec tout ce qui est des accords de Paris, transition énergétique mais qui du coup mettent des niveaux très précis de qu'est-ce qui peut être fait, de ce qui peut pas être fait.

S: D'accord et justement vous mentionnez ce label toward sustainability, pour quelles raisons en faites-vous partie? qu'est-ce qui vous a motivé?

O: C'est un label qui a le mérite d'être très ambitieux, qui est probablement un des plus exigeants en la matière, qui impose plusieurs exclusions, qui impose aussi pas mal de transparence sur ce qui doit être fait et ce qui ne peut pas être fait. Donc ça nous semblait assez logique tant que ça reste aussi dans un esprit je vais dire pragmatique, dans le sens que il faut que ce soit un label qui soit réalisable je veux dire. Dans ce sens, pas qu'il mène à certaines poches qui seraient par définition non durables parce que par exemple on n'a pas assez de données ESG pour répondre à tous les critères du label. Je pense par exemple à label en France qui est très très dépendant des notations ESG des providers, c'est quelque chose je trouve moins pragmatique parce que finalement dans certaines catégories d'asset class comme par exemple ce qui est obligations à haut rendement ou alors les toutes petites capitalisations boursières sont moins bien couvertes par les agences de notation et donc parce qu'on n'a pas la couverture suffisante, entre guillemets, on sait par le label et donc on n'est pas durable. Donc là c'est des labels qui parfois nous semblent un petit peu compliqués à implémenter et qui sont contraires à tout ce qui est durable devienne vraiment mainstream. Ça crée des petites poches et donc il y a certaines classes d'actifs qui sont par définition non durables et ça tant que le label toward sustainability continue dans cette optique de porte ouverte à des secteurs dont on sait qu'ils sont pas idéaux mais il y a de la transition qui se met en place, nous resterons alors supporters du label.

S: D'accord, merci. Et aussi, je voulais savoir en terme d'influence, est-ce que par exemple la conjoncture et l'état de l'économie actuelle, macroéconomique, est-ce que cela influence peut-être vos recommandations ESG, est-ce que les considérations sont peut-être plus élevées ou moins élevées? Par exemple je prends l'état actuel avec la pandémie du Covid-19, est-ce que ça a une certaine influence sur vos recommandations et l'intégration des données ESG?

O: Ce qui est ressorti c'est que aussi bien en terme de flux dans tout ce qui est portefeuille durable, beaucoup d'investisseurs ont vu un mouvement de retrait de tout ce qui était plutôt général pour aller vers tout ce qui était sustainable. Donc il y a une sorte de perception du marché qu'un fond sustainable est moins risqué, moins volatile et d'un point de vue des entreprises, on a quand même vu aussi clairement que toutes celles qui avaient anticipé et sont mieux positionnées sur ces différents enjeux ont mieux tiré leur épingle du jeu. Par exemple, on le voit sur toutes les questions sociales, les entreprises qui ont été beaucoup plus avancées sur tout ce qui est considération de leurs ressources humaines ont pu rapidement mettre en place ce qu'il fallait pour avoir une continuité du business. Alors il y a quelques exceptions parce qu'on a vu Amazon s'en sort très bien avec la crise sanitaire alors qu'il fait face à des grosses questions sociales mais ça mène aussi justement à certaines réactions de son personnel puisqu'ils se sont retrouvés dans des situations où les règles sanitaires n'étaient pas toujours respectées où ils ont eu quand même entre ceux qui n'avaient plus de boulot et ceux qui avaient beaucoup trop de boulot Amazon est un des meilleurs exemples. Donc là Amazon était probablement pas un bon exemple de quelqu'un qui a pris les devants mais qui s'en tire très bien pendant la crise du fait de son business et qui justement maintenant doit un peu rattraper ce retard social qu'il a accumulé et qui commence à se faire sentir et qui pourrait lui faire perdre de la vitesse s'ils ne réagissent pas.

S: D'accord merci. Je vais maintenant passer à tout ce qui est législation et potentiel futur de la législation en termes d'investissements durables. Comment est-ce que vous voyez un peu les choses? Comment voyez-vous les futures régulations par rapport à l'investissement durable?

O: On a quand même une bonne visibilité sur ce qui nous attend au niveau européen puisque maintenant il y a ce que vous avez mentionné SFDR qui est quand même il faut bien comprendre un gros enjeu pour le domaine puisque c'est un enjeu de transparence c'est vrai, donc ça c'est la bonne direction mais il faut reconnaître aussi qu'on nous demande des informations qui ne sont aujourd'hui pas disponibles. Alors en parallèle on a tout ce qui est

non-financial report directive pour justement permettre aux investisseurs de remplir leurs données SFDR sur base de ce qu'ils vont recevoir. Mais non-financial report, ça ne s'applique qu'à l'Europe. Donc de nouveau vous voulez faire la durabilité avec des actions américaines ou asiatiques, vous êtes un petit peu dans des positions plus compliquées. Par contre on sait aussi très bien qu'arrive la taxonomie avec les deux premiers objectifs environnementaux qui est très claire, très détaillée, il faut presque être un ingénieur dans toutes les activités pour comprendre les critères. Donc ça aussi, on a très bien la perspective janvier 2022. Il faut savoir SFDR, les RTS finaux vient de sortir donc en fait tout ce qu'on a déjà préparé pour le 10 mars, on est presque en train de déjà tout refaire avec les nouvelles dispositions. Et puis la taxonomie jusqu'à maintenant la commission européenne a très bien tenu ses délais et son agenda donc la taxonomie sur les quatre autres objectifs on connaît aussi les dates et la taxonomie sur des aspects sociaux est supposé aussi arriver dans les deux/trois prochaines années. Donc je pense qu'au niveau volet réglementaire, on a une très bonne visibilité de ce qui nous attend même si on ne connaît pas encore le contenu de ce qu'il y aura dedans. Mais je pense que là on sait très bien où on va, sur du reporting quand même très très détaillé, j'ai envie de dire trop détaillé parce que je ne suis pas sûr que le commun des mortels et des investisseurs va comprendre exactement tout ce qu'on va mentionner et publier mais ça c'est une autre question.

S: D'accord et donc cela va avoir une influence pour votre institution et pour aussi des investisseurs. Vous mentionnez de fait c'était plus compliqué pour investir en Amérique ou en Asie est-ce que ça va avoir une implication pour vos portefeuilles?

O: L'implication que ça va avoir c'est que si on a des réglementations qui poussent de plus en plus comme la taxonomie, évidemment sans qu'elle dise qu'il faut être aligné un maximum, on a cette pression indirecte que on veut avoir un portefeuille le plus aligné possible à la taxonomie. Et donc on va évidemment aller de plus en plus vers les secteurs qui sont éligibles à la taxonomie et s'écarter des secteurs qui le sont moins. Donc là je vous apprends bien qu'on est purement dans l'offre et la demande avec tous les risques quand on a un déséquilibre que ça peut donner donc je pense qu'il faudra être très attentif face aux risques que ça pourrait créer en termes de valorisation, en termes de bulles etc. Maintenant l'objectif premier c'est de financer l'économie réelle, ce qui est très très positif, est tout à fait louable mais à côté de ça oui, ça peut créer des distorsions des marchés des capitaux puisqu'on va tous se diriger vers les sociétés qui semblent être les plus ESG, les plus alignées etc.

S: D'accord merci donc juste pour terminer je voulais savoir si au sein de Degroof est-ce que vous ressentez des barrières peut-être à l'intégration de ces données ESG? Est-ce que il y a peut-être parfois un manque de demande justement que c'est un processus qui demande trop de coûts?

O: Non je pense que c'est surtout une question d'éducation financière. D'une part parce que dans tout ce qui est investissement durable et responsable, on est quand même souvent dans du gris. Le noir et blanc c'est quand même quelque chose d'assez rare. Comme je le disais Total un très bon exemple je peux très bien comprendre un investisseur qui me dit ça n'est pas durable d'investir dans Total parce qu'en effet il continue à d'abord investir dans l'énergie fossile ensuite dans le renouvelable. Maintenant quand on regarde la transformation que Total a fait dans ses solaires, dans ses investissements sur l'énergie renouvelable, tous ces partenariats qui sont en train de faire avec notamment des boîtes de génération électrique pour miser sur tout ce qui est hydrogène vert. En fait si vous voulez investir dans un des gros acteurs renouvelables vous êtes presque obligés d'investir dans Total ou alors dit, en d'autres termes, interdire l'investissement dans Total c'est aussi priver alors l'économie d'un des plus gros acteurs en énergies renouvelables. Donc c'est jamais aussi blanc c'est jamais aussi noir et donc tout ça demande pas mal de sensibilisation auprès du monde des investisseurs pour qu'ils comprennent ces différents enjeux et qu'ils comprennent qu'il y a beaucoup de choses qui se fait en amont au niveau qualitatif et critiques auprès de ces boîtes, même si l'image globale n'est pas encore voilà du 100% renouvelable, clean et vert. Donc je pense que le plus gros obstacle chez nous c'est l'information financière. Le problème, enfin l'autre problème, c'est qu'on a des directives qui veulent aller vers plus de transparence justement pour que l'investisseur lambda comprenne mieux, mais qui ont créé une telle machine à gaz, usine à gaz derrière que je ne suis pas convaincue que l'investisseur va mieux comprendre. Parce que finalement on va lui mettre tellement de critères et d'indicateurs dont il n'a même pas connaissance que il ne saura pas dire tiens est ce que c'est bon, est-ce que c'est mauvais. Quand je donne un chiffre d'émissions à effet de serre type 2, déjà est ce qu'il sait ce qu'est un type 1, un type 2 et un type 3? Je pense que seulement ceux qui commencent à s'intéresser au sujet connaissent la différence et encore il faut encore bien saisir dans la pratique ça veut dire quoi concrètement. Et deux, quand est-ce que c'est bon? quand est-ce que c'est pas bon? est-ce que du coup c'est durable? est-ce que c'est pas durable? Chapeau pour arriver à tirer des conclusions quoi.

S: D'accord super, un grand merci.

O: On a encore un peu de temps si vous voulez?

S: Je sais pas si il y a autre chose qu'on a éventuellement pas couvert que vous pensez intéressant?

O: Non, ce que j'étais en train de me dire c'est que peut-être éventuellement votre question sur tout ce qui est multiple, vous me la remettez sur papier et je peux demander à l'un ou l'autre analyste de vous revenir avec quelque chose de peut-être plus détaillé. Parce que voilà sur certains secteurs comme je pense à utilities je pense à oil&gas parce que tout ce qui est social ça va être très difficile d'avoir des indicateurs précis en termes de multiples en plus. Mais sur des questions climat on est quand même avec beaucoup plus de standards et de normes et donc là je peux un petit peu voir concrètement qu'est-ce qu'ils regardent ou vous revenir là-dessus. Et donc ça si vous voulez vous pouvez remettre ça sur un petit email et je vous reviens avec quelques informations supplémentaires.

S: Parfait. Dans tous les cas, je vais vous envoyer un document comme quoi j'ai votre accord aussi pour l'enregistrement et l'utilisation d'enregistrements. C'est quelque chose qu'on m'a demandé de vous envoyer.

O: Oui GDPR. Merci l'Europe

S: voilà au moins je serai en accord avec ça. voilà encore un gros merci d'avoir pris le temps et donc je retiens de ces questions ces documents.

O: Parfait merci beaucoup. Bonne journée

S: Au revoir.

Appendix 6 : Head of ESG, Groupe Bruxelles Lambert

S: Voilà normalement ça devrait être bon. Ok super pour te donner un peu de contexte : je suis étudiant en deuxième année de master à Louvain. Je fais mon mémoire sur l'utilisation des données ESG par les professionnels du monde financier mais également aussi pour un peu replacer ces données pour les entreprises pour savoir ce qu'elles publient. Ce qui au final est vraiment utilisé? Qu'est-ce qui a été utilisé ? Qu'est ce qui est moins utilisé? Mais aussi voir en fait quels sont les différents facteurs qui influencent cette utilisation, que ce soit politique, que ce soit économique,... Voilà grosso modo un peu ce que j'aimerais couvrir dans notre discussion, comme j'avais envoyé par mail. Est-ce que tu pourrais te présenter donc un peu ton institution, ton rôle, ton nombre d'années d'expérience?

F: Ok donc je suis François Perrin, je travaille dans l'ESG depuis les années 90, ça fait plus de 25 ans. J'ai commencé au début en 93 chez KPMG à regarder des questions d'audit sur des méthodologies de provisionnement environnemental liées à des centrales nucléaires. En fait, j'étais étudiant à l'école normale supérieure à Paris et je faisais une thèse de doctorat ; donc là l'intérêt était de trouver un sujet passionnant, une thèse ça peut être long. Et c'est à ce moment là que je me suis rendu compte du potentiel offert par un champ qui était assez nouveau. Tout ce qui est communication environnementale, communication en matière de développement durable dans les années 90. Et j'ai fait mon mémoire de DEA sur la publication des rapports environnement par les sociétés françaises. Il y avait 10 sociétés qui en publiaient c'était en 96-97 et à ce moment là cela m'a donné l'idée de poursuivre sur un travail de recherche de doctorat en finance sur le lien entre des pratiques de communication dans le domaine du développement durable et la valorisation des sociétés sur les marchés financiers. Ça c'était il y a un peu plus de 20 ans, ce qui dans mon travail de doctorat m'a amené en fait à étudier d'où venait l'investissement socialement responsable, à ce moment ça s'appelait comme ça, c'est devenu ESG entre-temps, les différents types d'ISR ou d'ESG qu'on pouvait avoir, comment est-ce que les acteurs financiers voyaient cette performance-là. Et en fait, ils utilisent principalement des agences de notation ESG pour faire ça. Donc il y avait une trentaine d'agences de notation ESG qui existaient il y a vingt ans. J'ai eu la chance de pouvoir leur administrer un questionnaire qui étudiait la méthodologie qu'ils utilisaient et en fait, il y avait deux types de méthodologie. Il y avait des méthodologies qui étaient très orientées système de management, il y avait une méthodologie qui était davantage orientée identification des risques et des opportunités ; ce qu'offrait en fait vraiment deux

grandes classifications/catégories. Derrière ce que j'avais fait, j'avais regardé comment les entreprises communiquaient par rapport à ces problématiques ESG. Il faut savoir que j'ai eu la chance d'être une des personnes qui a écrit les Global Reporting Initiative Guidelines. J'étais dans les 15 personnes qui se sont mises un jour autour d'une table en 1999 pour écrire le framework. On l'a communiqué au sommet mondial du développement durable de Johannesburg en 2002 et à ce moment-là, le GRI était, je dirais, la pratique de reporting, de communication la plus avancée. Mais quand on a été mandaté par différentes institutions pour se retrouver autour d'une table et écrire ça, le mandat qui nous a été confié par le GRI était d'offrir une publication de données dans un cadre multi-stakeholders, multisectoriel, et c'est quelque chose d'extrêmement important à garder en tête pour la suite de notre discussion. Une fois que j'ai eu fini avec ma thèse de doctorat, je suis entré chez Lombard Odier. En fait, pendant ma thèse de doctorat, j'étais responsable du reporting et de la communication pour le développement durable pour l'entreprise Suez qui détenait à ce moment là en Belgique des actifs comme Tractebel, Electrabel etc... Je m'occupais de tout leur reporting au niveau central. On a publié le premier rapport développement durable par une société française dans le cadre du GRI en 2001. On avait été intégré dans tous les indices développement durable qui allaient bien on va dire. Quand j'ai eu fini ma thèse de doctorat, je voulais m'orienter en finance. Je suis donc parti chez Lombard Odier comme responsable de la recherche ESG pendant deux ans et après chez Fortis investissement monter une équipe ESG à Frankfurt. Je les ai rejoint comme responsable de la plate-forme financière, ce qui m'a permis de faire de la gestion. Pendant quatre ans, chez Fortis à Frankfurt, j'ai développé les produits de gestion ESG/ISR en tant que gérant de fond d'investissement. Au départ, on avait une équipe de deux, on avait 300 millions sous gestion. Quand Fortis a été rachetée par BNP, on avait quatre milliards et demi sous gestion, on était une équipe de treize et on avait développé un ensemble de produits financiers qui offraient une exposition ESG. C'était il y a une quinzaine d'années. On avait des produits equity, fixed income, money markets, des produits d'allocation d'actifs, on avait aidé à monter un hedge fund carbone, on avait monté des produits structurés pleins. C'était les deux produits qui étaient extrêmement appréciés par les investisseurs en particulier en Belgique. On en sortait un par mois. Cela pouvait être un produit structuré solaire, un produit structuré éolien, eau, etc... Et en 2009, j'ai eu la chance de pouvoir lancer le premier fonds d'investissement qui se focalisait sur les Clean Tech en Chine, à la suite de la demande d'un client Japonais Nomura. Nomura a réussi à lever un milliard et demi sur ce fonds là et il y avait 500 millions de dollars qui étaient investis sur le marché des classes A chinoises donc le marché domestique chinois pour vraiment commencer à saisir une opportunité d'investissement

qui était naissante. Il y avait à ce moment encore très peu de titres côtés qui étaient actifs dans le domaine des Clean Tech en Chine. Mais la Chine est, sur les dix dernières années, devenue le premier marché mondial des technologies propres autant dans le domaine de la production des technologies que de l'utilisation en tant que marché final. Donc c'était extrêmement intéressant pour moi en tant que gérant de pouvoir participer à ce changement de paradigme de la part de la Chine sur les aspects pollutions et protection de l'environnement. Dans ce cadre-là, pendant deux ans, j'ai été responsable des investissements en ESG pour BNP quand on a été racheté par Fortis . Après j'ai été l'acteur des investissements de BNP pour la Chine pendant trois ans. Outre mes activités de portfolio manager, je supervisais nos activités en Chine, notre bureau de recherche à Shanghai. Et j'ai rejoint East Capital après comme responsable des investissements en Asie pendant cinq ans. Et là, je viens de rejoindre GBL il y a quelques mois comme responsable ESG.

S: D'accord merci pour ce bel aperçu. Je vois en effet que l'ESG n'est pas nouveau.

F: Non et c'est, je dirais, le grand intérêt c'est que j'ai eu la chance de pouvoir voir ça il y a déjà longtemps et j'ai toujours eu la chance de pouvoir combiner à la fois une approche ESG et une approche de gérant. C'est ça qui, par rapport aux différentes questions qui ont été évoquées, de comment traiter/travailler avec des données ESG, je crois que la perspective que je te propose, c'est pas une perspective que j'ai trouvée dans un livre, c'est vraiment une question d'expérience. J'ai eu la chance de monter dans ce parcours de différents types de process d'investissement. J'ai géré des fonds quantitatifs, j'ai géré des fonds dans une approche fondamentale. J'avais, les produits structurés dans des approches fondamentales. J'ai eu des teams qui étaient très expérimentées, j'ai eu des teams où la moyenne d'ancienneté dans la team était de plus de 15 ans donc il y a vraiment des seniors dans le team avec moi. J'ai eu des teams où la moyenne d'âge était beaucoup plus jeune en matière de séniorité et c'était toujours des approches fondamentales. Donc tu as des portefeuilles qui peuvent être plus ou moins concentrés. Ça va de 30 à 60-100 lignes des fois. Et je dirais que la leçon que j'ai retenue en matière d'intégration ESG c'est que chaque process est particulier. Et en fait, l'intérêt de l'ESG, l'intérêt de l'intégration, des pratiques d'intégration ESG réside dans le fait que avant on n'avait pas beaucoup de données. Maintenant, on commence à avoir beaucoup plus de données et aujourd'hui, il faut vraiment se poser la question quand on commence à faire une démarche d'intégration ESG sur comment est-ce qu'on utilise l'information ESG par rapport à comment le processus d'investissement est censé délivrer de l'alpha ou de la perf. Et c'est là où

en fait on a un tool box : la boîte à outils des outils d'intégration. Cela peut être du best-in-class, ça peut être des approches d'exclusion, ça peut être de l'intégration, ça dépend de l'horizon d'investissement, ça dépend du taux de rotation du portefeuille, ça dépend de la capacité des proches du management, ça dépend des données qui sont disponibles, etc...Mais je dirais que pour tout cela il n'y a pas de recette miracle. Par contre, il y a une boîte à outils qui disposent d'outils aujourd'hui qui sont relativement bien définis ; les outils que je t'ai cités. Je dirais que l'enjeu principal, aujourd'hui, pour toutes les gestions qui se proclament intégrées en ESG, est vraiment d'arriver à justifier comment la spécificité de leurs process d'investissement se traduit en matière d'intégration ESG. Récemment, j'ai participé à une due diligence chez GBL, on a une plateforme d'investissements dans le domaine alternatif qui est Sienna capital et j'avais des discussions avec des gens avec qui on est investi. Par exemple, quand tu prends, il y a une chose qui se passe assez souvent dans le domaine de l'ESG, on dit quand tu commences à regarder l'ESG et les données ESG c'est un biais qui est assez traditionnel: les données sont très souvent orientées sur les politiques: est-ce que les politiques sont en place? Est-ce que les systèmes sont en place? Est-ce qu'il y a des KPI? etc.. Et derrière, on a encore du mal, je dirais, à faire sens des données chiffrées brutes en se disant ok: est-ce que x tonnes de carbone par dénominateur que tu veux make sense? Et je dirais que dans les documents que je t'ai envoyés, il y en avait un qui était un extrait d'une présentation que j'avais faite sur comment arriver à avoir une intégration ESG réussie dans le métier d'asset manager? J'avais fait ça dans le cadre de la conférence organisée par Asia Corporate Governance, association à Beijing, il y a deux ans, et le propos pour moi est toujours d'actualité. Sur la fin de la présentation tu regarderas, il y a un graphe avec les données disponibles. Et aujourd'hui, tu as 400 milles données qui sont disponibles donc des données en ESG il y en a. Mais est-ce que tu arrives à en faire quelque chose? Je dirais potentiellement oui, si tu comprends comment ton process d'investissement réagit et comment est-ce que tu arrives à extraire ou à ajouter de l'information qu'une valeur ajoutée positive dans son process sans créer des biais qui potentiellement impacteraient, je dirais l'organisation globale de ta génération d'alpha. Et par rapport à ça, quand on regarde les politiques, quand on regarde les systèmes de management en place, j'utilise souvent l'image de assieds-toi dans une voiture, commence à conduire mais par contre tu n'as pas le droit de regarder la route. La seule chose que tu as le droit de regarder c'est le rétroviseur parce que des ratings ESG qui sont basés sur une approche politique etc... Je suis désolé mais encore 50% à 60%- 80% des ratings ESG sont toujours au niveau des méthodologies et structurées sur ces approches-là. Ce n'est pas par hasard qu'il y a d'énormes controverses en matière de performances des ratings ESG. Je parle

pas des données mais des ratings ESG. Donc les gens, la première étape en matière de ESG integration, souvent ce qu'ils font et qu'ils prennent des ratings ESG et ils se disent: ouais ça marche pas. C'est normal un rating ESG, c'est conduire une voiture en regardant le rétroviseur en se disant la route est droite pour l'instant la route elle reste droite. Le jour où il y a une courbe, tu l'as pas vue. Si tu te focalises vraiment sur ce que des données peuvent apporter à ton process, il y a un exemple que j'utilise souvent ça permet de comprendre. Je gérais un fonds quand on s'était rendu compte qu'on avait 250 positions, on balançait un quart du fonds toutes les semaines. Donc 250 positions, un quart du fonds toutes les semaines, je suis incapable de dire ce que j'avais dans mon portefeuille. C'étaient des formules mathématiques qui m'amenaient à la composition du portefeuille. Ça marchait, ça marche pas mal, on avait un alpha qui était relativement stable et chaque jour, tu fais quelques points de base mais répliqué sur 200-220 jours de trading à l'année, finalement tu arrives à avoir un niveau d'alpha que je dirais, en matière de ratios de l'information, qui est intéressant par rapport à un risque qui est extrêmement faible en matière de composition de portefeuille, comment tu le structures. Et on s'était pris un gros "pet" sur une société suite à des problèmes de gouvernement d'entreprise. Et ça nous avait pris un an pour juste récupérer ça parce que le jour où tu as quelque chose qui dévisse sur un problème comptable, la valeur de ta boîte à ce moment-là elle peut disparaître quasiment du jour au lendemain c'était Vivendi à l'époque. Mais ça peut être du wirecard aujourd'hui. C'est à ce type d'exemple là, que je fais référence. Avoir un rating ESG global où tu analyses la relation avec les parties prenantes etc..., je suis désolé quand sur un fonds de 250 titres, tu rebalances toutes les semaines, tu n'as aucune vue sur les boîtes à part une vue quant. Et donc quand tu t'interroges sur le monde de l'ESG : qu'est ce qui peut être intéressant pour renforcer la prise de risques sans pour autant la contraindre, c'est se dire: le plus gros risque c'est d'avoir un "pet" sur un titre et le "pet" sur le titre tu peux l'identifier en ayant une évaluation des critères de la qualité du contrôle interne mis dans les boîtes et de la capacité du comité d'audit par exemple à détecter des fraudes financières. Donc c'est une question de compétence au niveau du comité d'audit, de contrôle interne mis en place. Et il y a des boîtes qui sont connues pour avoir des choses en place qui sont très bonnes. Il y a des boîtes qui sont connues pour avoir des choses qui sont quand même beaucoup plus faibles. Il suffit de regarder l'indépendance au niveau du comité d'audit etc.. En prenant les boîtes, sur un univers quand qui se prête très bien à ce type de pratiques là, je m'en fiche d'avoir juste. L'exercice c'est pas un exercice de justesse, c'est un exercice de clustering. Je veux arriver à différencier les très très bons de la masse du milieu. Ok entre le milieu je suis désolé mais tu peux être à 60 ou à 40, pour moi ça aura finalement peu d'impact. Par contre, si tu es dans le bottom, là j'ai un

risque. Alors là je me pose la question est-ce que je suis prêt à allouer du risque ? Et si j'en alloue parce que ça peut être un gros titre qui a un gros poids dans l'indice, finalement je vais peut-être autoriser un pari d'actifs qui va être plus faible parce que il y a des choses qui me semblent pas tourner rond au niveau des red flags, au niveau des related party transactions, au niveau de ce type de critères-là qui font que c'est peut-être intéressant de contraindre la prise de risque pour arriver à stabiliser, je dirais, la génération d'alpha. Et ça c'est ce qui marche dans un fonds quant. Quand tu as la chance, comme par exemple chez GBL, où on a huit positions côtées, on a trois actifs non cotés, on a une team de 15 personnes d'investissement qui sont extrêmement seniors où on a la possibilité de passer un mois sur un dossier. A ce moment-là, oui il faut qu'on soit juste dans notre analyse et je dirais que le type d'outils ou le type d'indicateurs qu'on va utiliser là j'ai le temps d'aller voir des données opérationnelles de la boîte, j'ai le temps d'aller me dire: est-ce que dans les données opérationnelles, il y a des sauts que j'arrive pas à m'expliquer. Plus tu as le temps de passer sur l'aspect ESG, plus tu vas rapprocher ce que tu fais du domaine de l'ESG, ni plus ni moins, ce qu'on appelle du forensic accounting. Tu vas en fait à chaque ligne te poser la question de est-ce que ça fait du sens et par rapport à ça, pour illustrer le propos, et je conclurais la dessus, j'étais investi dans une boîte qui s'appelait Sinoforest, ça été un des plus gros scandales en matière de gouvernement d'entreprise en Chine en 2012-2013-2014 par là. C'était une des plus grosses capitalisations boursières dans le domaine des forestry management. Donc, ils avaient des forêts en Chine. Ils avaient une filiale qui avaient des forêts en Guyane, au Surinam et dans d'autres pays. Ils avaient séparés leur actifs entre les actifs détenus en Chine qui était côtés à la bourse de Toronto et des actifs hors Chine qui étaient côtés à la bourse de Hong-Kong. J'ai eu un meeting avec le management de la boîte qui gérât les actifs internationaux et les gars à ce moment-là avaient essayé de me vendre la certification de leurs plantations par rapport aux standards SFC, sustainable forestry au Surinam. Et quelques années avant, quand j'étais chez Fortis, j'avais développé un hedge fund carbone où on faisait de l'origination avec Fortis Banque. En fait, on avait regardé cette chose-là, et tu ne pouvais pas certifier des forêts FSC en tout cas au Surinam. Et donc la personne qui était en face de moi me mentait ni plus ni moins. Donc je m'étais dit ok c'est sympa, tu continues le meeting ou tu arrêtes le meeting ? Et in fine donc pour Sinoforest je commençais à avoir des gros doutes. Ils levaient de l'argent tous les 3 mois, 6 mois: Ha oui on est en train de croître, il faut encore qu'on continue à lever des capitaux. Bon d'accord et finalement à ce moment-là, je me suis dit bon il faut qu'on sorte de ça, ça commence à pas sentir très très bon. Il y a un jour Sinoforest, il y a Moody Waters, qui est un des plus gros short

seller américain qui s'est fait un nom Carson Block là-dessus. J'ai beaucoup de respect pour le travail que Forensic Accounting a fait parce que c'était vraiment mieux qu'on réussisse à faire exploser un certain nombre de sociétés qui n'auraient jamais dû être cotées. En fait, ils faisaient le boulot que les auditeurs ou les banques d'investissement, quand elles font les introductions en bourse auraient dû faire. Qu'après ils aient mauvaises presse parce que ce sont des short sellers, ça c'est autre chose. Mais le travail de Forensic Accounting est extrêmement intéressant et quand tu lis leur rapport une chose qui m'a toujours frappée, c'est qu'en fait en regardant les données de production de bois de cette boîte-là, tu voyais des volumes de bois qui étaient en croissance. Puis au bout d'un certain temps, tu as le chiffre d'affaires qui suit aussi, et c'est là où tu dis à des analystes : si tu veux faire de l'ESG integration de manière correcte, des fois il faut savoir prendre un peu de recul par rapport à ces données là et se poser des questions qui sont du bon sens. Tu prenais les données de bois produit par la boîte tu disais: Ok le bois il est produit au milieu du Yunnan qui sont des plateaux montagneux sur les contrefort du plateau tibétain et transportés 100 kilomètres plus loin à la scierie. Tu mets entre 9 à 12 mètres cubes de bois sur un camion, tu prends les volumes, tu divises ça par 9 à 12 mètres cubes, ça donne le nombre de camions. Et bien le nombre de camions, il faisait un embouteillage géant tout au long de l'année sur 100 km. Ce n'était pas possible physiquement de transporter cette quantité là de bois à ce moment-là. Et c'est là où tu vois qu'en fait un certain nombre, initialement de fraudes, de pratiques de comptabilité qui peuvent être des pratiques de gouvernance avec, je dirais, un peu moins de naïveté des analystes et surtout un peu plus d'esprit critique, ça peut être un angle d'attaque extrêmement intéressant. Je dirais que ça c'est sur les aspects gouvernance, détecter les fraudes. Derrière maintenant aujourd'hui ça a énormément changé, et je crois que c'est l'une des questions que tu avais posée dans ce que tu m'avais envoyé. Après ce que je te disais sur le GRI, le GRI a introduit en 2002 un standard de reporting développement durable, multi-stakeholders, multi-secteurs.

Et c'était très bien parce que ça répondait à pas mal d'attentes. Pendant la décennie 2000-2010, c'était ce qui façonnait les pratiques en matière de développement durable. Au bout d'un certain temps, on a commencé à avoir une certaine lassitude parce que j'en ai marre de parcourir des rapports de développement durable d'une boîte qui fait 150 pages, qui me raconte comment les pâquerettes ont été plantées à l'endroit puis les jonquilles ont été plantés à l'envers et qu'ils ont tout remis dans le bon sens l'année d'après. En tant qu'actionnaire, ça m'apporte strictement aucune valeur mais strictement aucune valeur et le papier utilisé pour imprimer le rapport à plus d'impact environnemental. Et fort de ce constat-là, et en fait fort d'une

demande de plus en plus pressante à la fin des années 2000 de la part de l'industrie financière parce que il faut voir que c'est le développement de ces standards-là, c'est toujours une question d'offre et de demande. Je vais dire ça comme ça. Offre de produits financiers et demande pour ces produits financiers là. Il y a 20 ans quand tu regardes les montants engagés en matière d'ESG, d'ISR, c'était rien. Le jour où les premiers fonds de pension ont commencé à investir dedans, ils lançaient un milliard d'appel d'offres, ça révolutionnait le marché. Aujourd'hui c'est ce que tu peux lever par jour dans certains produits. Et je dirais qu'à ce moment-là, il y avait à la fois un problème de demande pour des produits ESG et d'offre de produits ESG. Donc les deux évoluent je dirais de manière concomitante et les entreprises dans le même temps sont plus en plus incitées, ou par la pratique de leurs concurrents, ou par des contraintes réglementaires de communiquer des données ESG. Et on se rend compte qu'on avance, on avance. Il y a des teams qui commencent à être constituées, les gens commencent à poser les bonnes questions. Mais souvent les bonnes questions elles venaient pas, je dirais naturellement. Donc en 2012, il y a une initiative qui, je trouve pour moi, est la plus structurante aujourd'hui dans notre métier et qui est pas forcément très connue en Europe mais qui est reconnue aux Etats-Unis, c'est SASB. SASB a eu, contrairement au GRI, un seul mandat: je veux satisfaire des analystes financiers ou ESG sur des données sustainability qui sont matérielles, pour investissement. Donc d'un coup tu fais plus du multi-stakeholders, multi-secteurs, tu fais du mono-stakeholder, c'est le financier. Rapidement si tu veux être matériel, il faut avoir quelque chose qui colle à la réalité du business. Et pour ça, il faut avoir des standards sectoriels ou industriels. Ça a été la force de SASB de rapidement pouvoir proposer 77 standards industriels. Aujourd'hui, tu regardes il y a 77 standards industriels chez SASB, ils sont tous downloadable. Ils offrent à un nombre limité d'indicateurs qui sont les plus pertinents quand on étudie la matérialité au niveau d'une industrie pour une boîte. Et je sais qu'aujourd'hui quand on fait un due dilligence, tu regardes la boîte, la boîte elle est dans quel domaine d'activité? Tu cherches le domaine d'activité, l'industrie dans SASB et tu as directement un certain nombre d'indicateurs. Commence à discuter d'ESG avec une boîte sur cette base-là, tu parles le même langage parce que derrière c'est une réflexion de la nature opérationnelle de boîte qui se transmet au niveau financier. Et ce qu'a fait SASB depuis, ça a mis un peu de temps à décoller, entre-temps on a eu l'accord de Paris qui est arrivé et donc c'est ça qui a... SASB a mis du temps à émerger et je dirais qu'ils ont mis du temps à produire, les standards ils ont mis du temps à les faire valider, ils ont mis du temps à être acceptés. Je m'attends à ce que SASB, il y ait une réelle explosion du nombre de boîtes qui publient sous SASB dans les deux

prochaines années, ça c'est une chose à regarder avec beaucoup d'attention. Ce qu'il s'est passé, c'est qu'en Europe, l'Europe reste et demeure le point central de production de standards, standardisation, réglementation dans le domaine du développement durable. Tu as vu les études de Goldman que je t'ai envoyées ? Je crois que tu as grosso modo trois quart de la réglementation produite entre 2015 et 2020 qui en fait émane de la Commission Européenne ou de l'Europe. Et donc l'Europe en cinq ans a pris un leadership en matière de sustainability reporting qui est assez hallucinant. Là-dessus tu rajoutes l'accord de Paris qui a été tout de suite pris à bras par les acteurs européens et donc tu as d'une part, un cadre réglementaire qui devient extrêmement robuste, tu as un volet thématique sur un changement climatique qui est renforcé et la mayonnaise prend extrêmement bien quand à la sortie du Covid ou en plan de relance l'Europe se dit finalement le green new deal va nous permettre de lancer un programme majeur en matière d'accès à la finance durable et de promotion de la finance durable. Donc on avait une base qui était déjà forte, on avait des capacités des compétences dans les teams de gestion, on avait une offre de produits et on avait la réglementation qui pousse les boîtes avoir de plus en plus de données communiquées. La seule chose maintenant c'est de se dire est ce que la taxonomie, certes une prise des décisions informées de la part d'un investisseur retail quand il investit d'un fonds en se disant est ce que ce fonds là dit qu'il fait de l'ESG intégration, est-ce qu'il en fait? Ce fonds là dit qu'il est vert, est-ce qu'il est vraiment vert? La taxonomie est là pour protéger l'investisseur, par contre la taxonomie tu crées pas d'alpha avec ça. C'est un reporting qui est extrêmement plat, qui n'a aucune base de matérialité derrière. C'est vraiment dire, est ce que ce que tu es dans cette définition? Oui ou non? Tu y es c'est bien, tu y es pas voilà mais la définition elle vient d'où? Ce sont des définitions qui ont été proposées par des associations industrielles lobbyant à Bruxelles. Donc certes, les plus gros lobbys ont tous réussi à mettre ce qu'ils voulaient dans la taxonomie. Derrière en tant qu'acteur financier, tu regardes ça en te disant: c'est une couche de reporting en plus pour les boîtes qui va avoir certains impacts. Qui a un impact sur toi en tant qu'acteur financier parce que derrière en matière de reporting tu dois le faire et si tu gères des fonds d'investissement qui sont distribués au public, il faut que tu aies tout un reporting là-dessus. Mais derrière tu es toujours loin de la question de la matérialité. La question de la matérialité, une fois que la taxonomie sera fixée cette année, elle va revenir de plein pied grâce à SASB. Et je dirais que c'est ça, en matière de trend, c'est vraiment ça qui dirige aujourd'hui, d'une part l'effort de reporting, l'effort de standardisation et in fine, l'effort de communication des boîtes.

S: Ok merci. Je vois que tu as déjà bien anticipé la majorité de mes questions ici. J'aimerais bien peut-être revenir sur certains points. Pour savoir comment est-ce que vous faites au sein du groupe Lambert etc.. pour pouvoir aussi un peu comparer les pratiques avec différentes interviews que j'ai eues.

Donc tu mentionnais que vous allez chercher les données en détail, vu que vous n'avez pas beaucoup dans votre portfolio d'entreprises dans lesquelles vous investissez et que vous avez l'opportunité de pouvoir aller dans les détails. Quel est au final, et j'ai déjà un peu la réponse avec SASB, de ce que je comprends, mais quelle information et vraiment à quel moment est-ce que vous considérez cette information ESG?

F: Ok. Il faut garder en tête vraiment la spécificité d'un acteur comme un Groupe Bruxelles-Lambert, GBL par rapport à je pense tous les autres entretiens que tu peux avoir. Je pense que tu discutes avec Candriam, tu discutes avec d'autres. Chez les acteurs financiers, le processus d'intégration ESG est fondamentalement différent quand tu gères des fonds. Ce qui in fine, ce que tu vends, c'est un fonds d'investissement avec un process d'investissement. Nous on est une holding financière, on dispose de nos propres capitaux, on n'a pas de fonds, t'as pas un fonds GBL que tu peux aller acheter. Je dirais que c'est quelque chose qui est à comprendre. La première des questions quand tu regardes la réglementation: est-ce que ça s'applique chez toi ou pas? La première des questions c'est ce que vous gérez des fonds d'investissement qui sont distribués dans le public? Non. Voilà donc à partir de là: ah oui mais dans ces cas-là, si tu fais pas ça, t'es quoi? L'argent, est ce que c'est le tien ou est-ce que c'est le celui que tu gères à la place d'une personne? Par exemple, des fonds de pensions. Donc on est un véhicule hybride entre je dirais un asset owner comme des fonds de pension et un investisseur de long terme pour compte propre. Dans ce cadre-là, quand on regarde nos critères d'investissement chez GBL, ils sont extrêmement simples. On cherche à être investi dans des sociétés, dans des secteurs qui offrent une croissance structurelle, sur lesquels on peut avoir des niveaux d'entrée dans les actifs qu'ils soient corrects. On veut pas surpayer parce que surpayer, tu fais jamais d'argent quand tu as commencé à acheter trop cher des actifs. Et derrière, un des critères les plus importants pour nous, c'est notre capacité à avoir une voix au chapitre. A savoir, est-ce qu'on a la possibilité de devenir un actionnaire de référence, ou l'actionnaire de référence dans cet actif là. Ce qui nous amène naturellement dans une seconde étape à pouvoir être éligible et élu au niveau du board et pouvoir participer au conseil d'administration, pouvoir être nommé au comité d'audit, pour être nommé au comité de rémunération, au comité stratégique etc...

Donc vraiment pouvoir avoir une voix dans la définition de la stratégie pour l'actif considéré. Si on n'a pas cette capacité là, généralement, le deal on le fera pas. Il faut vraiment qu'on puisse être un des acteurs de référence, un des investisseurs de référence dans la structure. Et je dirais que dans ce processus là, c'est un processus qui dure longtemps. C'est une question de valorisation. Il y a des actifs on peut les regarder depuis très longtemps trois ans, quatre ans, cinq ans mais tu considères que c'est trop cher. Cette année avec le Covid, il y a eu par moments des opportunités d'investissement qui devenaient extrêmement intéressantes du fait de la chute des marchés et des valorisations qui étaient complètement déprimées. Alors que si tu as un horizon d'investissement ou tu te dis, est ce que la valeur de mon actif dans cinq ans quand on sera sorti du Covid en fait l'actif j'avais péniblement 20% d'upside, aujourd'hui l'actif ayant baissé de 30%, j'en ai 50% et ça c'est intéressant à regarder. Et je dirais que cette capacité à avoir un investissement vraiment de long terme, est quelque chose qui, on a un univers d'investissement qui est également européen. On va investir qu'en Europe. On va pas aller regarder les choses aux États-Unis, c'est pas notre domaine, on va pas regarder les choses en Asie, c'est pareil. Pour ça, on a d'autres véhicules d'investissement mais chez GBL, on fait pas ça. Donc on a un univers d'investissement qui est l'Europe, avec une taille de capitalisation, on va éviter à investir dans des trop petites choses, faut pas non plus qu'elles soient trop grosses. Il faut qu'on puisse leverager sur nos réseaux, sur ce qu'on peut apporter à l'entreprise pour continuer de la faire croître. Il faut qu'on ait confiance dans le management et dans notre capacité de pouvoir réaliser notre plan d'investissement et je dirais que dans ce processus là c'est un processus de filtrage. Donc au début tu commences par éviter d'investir dans les sociétés qui sont exposées à des controverses qui sont trop typiquement global compact ou des sociétés qui sont exposées à des controverses très lourdes en matière de droits de l'homme ou d'autres choses. J'avais fait des tests dans le passé sur des univers dans les marchés émergents, j'ai refait les mêmes tests chez GBL il y a quelques temps sur un univers Européen. Quand tu prends l'information qui est liée à des controverses dans les domaines ESG, tu remarques que c'est normal pour une boîte d'avoir des controverses. C'est la nature même du business. Je dirais que là cette question c'est si le management est bon, si la controverse arrive à être détectée suffisamment tôt, la controverse elle reste à un stade mineur. Mais si elle continue d'évoluer, ça peut passer de mineur à sévère et de sévère à majeur et de majeur à extrêmement majeur. Donc tes controverses, tu peux les classer en quatre catégories comme ça. En fait, ce que tu regardes c'est que les sociétés qui ont à la fois en terme de nombres et en terme de sévérité des occurrences qui sont plus élevés que les autres, et bien je suis désolé mais elles sous performant sur cinq ans et sur dix ans. Et dans ces cas-là, c'est typiquement, comme

je te dis, chaque outils ESG est utilisé pour ce qu'il est, ni plus ni moins. A ce moment-là, quand tu te dis mais j'ai envie d'investir dans des sociétés qui sont quand même plus ou moins de bonne qualité. C'est pas que je ne vise pas un massif turnaround en matière d'ESG, c'est quelque chose qu'on peut apporter. Mais à la base, si le business n'est pas bien géré et si la société confrontée à d'énormes controverses, il y en aura pas mal dans des placards et c'est une chose que tu vas passer ton temps à gérer ça et ton actif il va pas croître. Donc in fine, on fait déjà ce premier screening là. Après on a un screening qui se fait grâce à un outil automatisé que j'ai développé, c'est un outil de trading propriétaire en matière ESG. Donc on rentre un ticker dans bloomberg, tu tapes ton ticker et à ce moment-là tu as sur une feuille excel automatiquement le rating ESG de la boîte qui arrive. Donc ça me prend littéralement deux secondes ou dix secondes par boîte. Les boîtes, certaines je les connais mais pour les analystes financiers qui sont plus junior chez nous, comme tu screens un univers, ça permet de te dire: ok, dans le domaine ESG, si je regarde cette boîte-là, je regarde quoi? C'est pas forcément qu'ils ont la culture, la connaissance pour ça, c'est vraiment un outil pour les aider à engager le dialogue, la réflexion pour eux sur les aspects ESG. Donc il y a une partie sur l'aspect gouvernance, parce ce que ça te donne directement tous les critères en matière de gouvernance, le nombre d'indépendants, le nombre en matière de diversité au niveau du board etc... Ça te donne l'exposition de la société par rapport à des controverses, suivant différents niveaux de controverses dans les dimensions environnementales, sociales et gouvernement d'entreprises. Cela donne un aperçu de tous les ratings ESG disponibles sur un marché pour cette boîte là sur les cinq dernières années. Ça te donne un red flag, ce sont des choses qui sont intéressantes. Je dirais que c'est l'expérience. Il y a des fois c'est des questions bêtes mais pose toi ces questions là si tu n'arrives pas à avoir une réponse facile à une question qui est pas forcément compliquée, à priori il y a un truc. Et donc on a une dizaine de questions comme ça qui sont plus ou moins en fonction de ce qu'on peut récupérer à l'extérieur dans des ratings, dans des données de base combinées ensemble qui te disent: là il faut checker, là ça a l'air de passer et puis là il y a un problème. Et ça sur une dizaine de niveaux. Par exemple, il y a une chose qui est extrêmement facile à avoir. Quand tu regardes en comptabilité, dans ton P&L, tu as des rubriques ce que tu vas appeler des accrute expenses donc des charges accrute. Et c'est ni plus ni moins que la capacité du management de jouer avec son P&L. Des choses que tu as envie de remonter cette année dans ton compte de résultat, complètement discrétionnaires ou alors tu les laisses. Cela arrive, c'est normal, ça a été fait pour ça la comptabilité. Le problème c'est que c'est quelque chose qui généralement est

quand même relativement stable. Stable au niveau d'une boîte et stable au niveau des secteurs d'activité. Certains secteurs d'activité, du fait de la nature des activités du cycle de cashflow etc,...Ce sont des choses qui sont assez normales et qui sont disponibles dans Bloomberg, des données. Donc en fait, il suffit de faire les ratios entre le accrude expenses et puis le total de ton balance sheet et tu regardes qu'en fait les ratios sont extrêmement stables dans le temps. Généralement le secteur d'activité une année va monter de la même manière. Alors par contre, il y a des fois où tu as certaines sociétés qui sont à deux, trois fois, quatre fois le niveau moyen du secteur. Et tu te dis, "les gars vous êtes en train de jouer avec votre accrude expenses donc ça me dit que les mecs, ils ont en matière de creative accounting, pas mal d'idées. Donc là, il y a un truc à aller voir. Je dis pas que c'est bien, je dis pas que c'est pas bien mais par contre l'analyste financier lui je vais lui dire: regarde là il y a un truc qui fait un pop-up donc là tu vas voir et tu regardes, tu as un warning , à toi d'aller checker, d'aller comprendre pourquoi et tu verras si ça va. Le niveau des related party transactions quand tu as 5% de related party transactions, c'est normal. Quand tu as ton P&L qui fait, ton revenu est généré à 30-40% par des related party transactions, je suis désolé mais tu es aveugle ou tu es borgne. Et ça c'est pareil, on a tous eu, en tant que gérant, des "pet" qui viennent de l'ESG. La seule différence qu'est-ce que tu en apprends et comment est-ce que tu évites de répliquer le même problème. A ce moment-là, je dirais, cela fait partie du processus d'apprentissage, ce qui est complètement normal. Par contre, il faut en tirer les bonnes leçons et les bonnes leçons c'est se dire, ok, la prochaine fois je regarde ça et je me pose vraiment la question. Et c'est des choses qui sont à travers tout ton process d'investissement c'est la même réflexion. Donc on a ça également après dans la deuxième partie de notre proprietary ESG rating, il y a deux principales composantes. La première composante c'est comme au patinage artistique, tu as les figures de style imposées puis les figures libres. Avant de passer aux figures libres, tu es obligé de faire les imposées. Les imposées, c'est climate change et diversity. Aujourd'hui, que tu le veuilles ou non même si tu es dans un secteur qui est peu exposé, tu dois avoir une vue là-dessus. Et après bon, tu peux être peu exposé ça peut être faible en matière de matérialité mais il faut avoir quelque chose. Donc c'est pour ça qu'on a vraiment ces deux couches là en matière de figures de style imposées. Et derrière, en figures de style libres, c'est là où automatiquement en fonction du secteur d'activité, tous les ratios de SASB pertinents remontent et donc la boîte est analysée en matière de positionnement par rapport à ses concurrents sur ces ratios là, sur les métriques SASB. Et comment est-ce que tu arrives à faire ça? Tu regardes les informations qui sont disponibles chez MSCI, tu regardes les informations qui sont disponibles chez

Sustainalytics, tu regardes ce qui est disponible dans le CDP, tu regardes ce qui est disponible dans.... Aujourd'hui, tu as quand même pas mal de bases de données qui peuvent être mobilisées. En approche simple, c'est ça. Une fois qu'on a cela, ça nous donne déjà pour moi quatre choses: notre rating, ça va de triple A à triple C, est ce que rating est en amélioration? Stable ou en déclin? Est-ce que la boîte est exposée à des controverses? Est-ce qu'elles sont gérées? Et comment se comporte la boîte en matière de performance par rapport aux indicateurs SASB? Et pour moi c'est pas un rating avec une note, c'est un rating avec quatre notes, quatre dimensions. Donc c'est vraiment une chose qui se produit rapidement et après une fois que tu te dis: bah tiens c'est intéressant on peut continuer à faire du travail. Après c'est là où tu vas reprendre chaque indicateur de SASB et tu vas te dire: ok, cet indicateur-là de SASB sur la base des données que j'avais c'est là où tu vas commencer à avoir une due diligence beaucoup plus approfondie. Tu peux employer des conseils externes, des mecs qui vont te faire un rapport de 100 pages sur un indicateur parce que toi tu te dis, tiens voilà je voudrais comprendre comment se passe... On a investi ses publics récemment chez Mowi qui fait de la production de saumons. Derrière, on a eu pas mal d'entretiens avec une initiative qui s'appelle fair, qui en fait est une initiative leader pour moi en matière d'évaluation des pratiques durables, des boîtes sur l'ensemble de la chaîne de production de protéines. Ce sont des gens qui sont spécialisés là-dedans. Donc là tu parles vraiment avec des experts du monde de la production de protéines en te disant: ok produire du saumon, c'est une question d'utilisation d'antibiotique, c'est une question de ceci, c'est une question de cela. Comment est-ce que je dois voir ça? Comment est-ce qu'ils vont performer par rapport à d'autres? Tiens ce sont les meilleurs du secteur, pourquoi? Je voudrais comprendre entre ce que je peux voir un côté en matière de reportages grand public, de revues scientifiques et puis d'analyses des autres pratiques, je veux arriver à me faire une vue moi-même. Et derrière s'est passé un taux de mortalité de ton saumon. Tu sais que admettons que ce soit 10%. Si tu arrives à 9%, c'est X tonnes de saumon en plus chaque année en matière de output et derrière en matière de chiffre d'affaires ça te fait autant. Le lien avec la matérialité à ce moment-là il se fait très rapidement. Ça c'est jusqu'au moment où in fine, on a un actif, on est tous d'accord dessus et la décision est présentée au conseil d'administration, ou la proposition est présentée au conseil d'administration et le conseil d'administration nous dit oui d'accord ou non je veux pas. Si il nous dit oui d'accord, tu reviens vers la boîte et à ce moment-là tu commences à investir et tu as des seuils de disclosure et jusqu'au moment où on arrive à pouvoir potentiellement rentrer dans le board. Cela prend du temps, avant qu'on arrive à pouvoir constituer

notre position. Une fois que tu entres dans le board, tout le travail préliminaire de due diligence qu'on a pu faire en matière ESG à ce moment-là se retrouve directement leverage dans les discussions qu'on peut avoir au niveau du comité d'audit, quand ils présentent leurs comptes annuels, les rapports développement durable, les progrès faits sur les différentes dimensions. Et je dirais que c'est l'énorme chance qu'on peut avoir chez GBL par rapport à des métiers d'assets manager plus traditionnel de gérants de fonds. Gérant de fonds, tu as de la chance si tu discutes avec le CFO ou le CEO une fois à l'année dans le cadre de conférences. Même si tu as beaucoup d'argent sous-gestion, honnêtement c'est l'accès aux boîtes est quand même pas très évident. Je l'ai vu pendant quinze ans, ça a été mon quotidien pendant quinze ans. Chez GBL comme on est dans les organes de direction, l'information on a un accès à une information pas privilégiée mais comment dire une information qui est celle dont disposent les membres du conseil d'administration. Et dans ce cadre-là, c'est là où vraiment tu peux exercer des fonctions d'orientation stratégique, de contrôle du management, de contrôle des activités de l'entreprise. Dans ce cadre-là, on aura forcément je dirais, un volet stratégie ESG et on va pouvoir en discuter avec les différents organes dans lesquels ça doit être discuté. Pour moi, j'ai des contacts réguliers avec les responsables ESG des entreprises dans lesquelles on a investi ou parce que on veut partager un certain nombre d'idées sur un certain nombre de choses ou parce qu'on a besoin d'informations ou parce que notre politique nous fait leur demander de mettre en place un certain nombre de choses. C'est notre activité d'investisseur à long terme, engagés dans ces boîtes-là.

S: D'accord donc si je peux résumer alors vous faites vraiment un premier screening qui est un peu un screening négatif pour vraiment exclure ce qui est vraiment très controversé. Et puis vous appliquer vos propres méthodologies qui là comme j'ai compris, se font automatiquement pour toutes les boîtes ou est-ce que de votre côté, vous allez quand même rajouter des informations en plus de celles qui sont sur Bloomberg etc ?

F: Le premier screening est un screening, en matière de typologie pour toi, je vais dire que le premier screening est un screening négatif. La réalité c'est que notre politique d'investissement nous fait nous focaliser sur des secteurs d'activités qui sont drivés par les consumers. Et on n'investit pas non plus dans des actifs régulés. Donc quand tu mets ces deux critères là en matière de scope d'investissement, in fine le filtre d'exclusion a un impact extrêmement faible. C'est une ou deux boîtes où on va se dire tiens là non. Mais le premier filtre

d'exclusion a en fait un impact qui je trouve relativement neutre. C'est davantage un double checking. Deuxième niveau, quand on fait notre rating ESG propriétaire, je dirais que le rating ESG avec notre outil de rating, se fait sur l'ensemble du secteur, sur l'ensemble de notre univers d'investissement. Et cela va nous donner notre rating ESG mais je dirais que c'est quelque chose qui est produit extrêmement rapidement. Et qui sert juste à valider, oui ou non. On est en train de considérer différents cas d'investissement, c'est un des critères d'investissement, c'est pas le seul critère d'investissement. Mais si on a vraiment un gros souci au niveau ESG, c'est quelque chose qui on peut se dire: là on va pas aller plus loin. Si l'ensemble je dirais des potentiels critères d'investissement nous paraissent à première vue, sans y passer trop de temps, corrects là on passe dans un troisième niveau d'analyse qui est de l'analyse ESG fondamentale, ou là on va passer beaucoup de temps. Mais c'est sur la base de ce qu'on aura pu identifier initialement grâce à notre framework.

S: D'accord. Donc c'est d'abord vraiment voir les risques et puis potentiellement plus les opportunités.

F: Au début, c'est de l'exclusion. Après c'est de l'identification des risques et après c'est réellement de l'ESG intégration.

S: Et l'intégration elle se fait à quel niveau justement de votre valuation?

F: L'intégration peut se faire à différents niveaux. Le travail d'intégration qu'on a par exemple, je te donne un exemple sur Mowi. Sur Mowi, on discute et ils disent ok on a en 2025, un objectif d'avoir 100% de nos sites qui sont certifiés par rapport à l'aquaculture stewardship council. Aujourd'hui, ils sont à peu près à 45%. Donc voilà, toi tu regardes ça, tu regardes le rapport ESG, développement durable et tu vois derrière c'est une question de couverture des sites. Quand tu reviens à discuter avec le management: combien ça coûte de faire une certification ASC? Et là tu comprends en fait c'est pas une question de capex, c'est une question d'opex. Et donc tu as l'analyste financier, qui assis à côté de toi, et à ce moment-là, tu es en train de te dire ok nous on avait prévu ce plan de capex là quand on fait la formalisation, le développement de notre modèle. Et on se disait est-ce qu'on rajoute quelque chose 1-2%, 5% pour une pratique de certification par site, par capex ? En fait ce n'est pas cette formalisation là qu'il faut qu'on fasse, c'est que si on a un site qui est certifié ASC, à ce moment-là l'impact sur les marges il est de tant. Et donc ça te permet de modifier

différents blocs dans ton modèle et dans ta modélisation. Et tu vas faire ça pour chaque chose qui te semble pertinente. Il y a aussi une autre chose qu'on fait, c'est au niveau de l'analyse des risques. Par exemple, c'est des choses qu'on a commencé à mettre en place en matière d'analyse des risques physiques sur le changement climatique. Mowi, pour reprendre cet exemple là, a une politique climatique extrêmement développée. Ils ont des engagements de réduction des émissions de carbone à 2030 de 35% par rapport à 2016. Les engagements ont été reconnus dans le cadre de ce qu'on appelle science base target initiatives. C'est vraiment quelque chose qui est fondé, qui est solide et qui est proprement backé. Après on va dire, moi ce qui m'intéresse chez vous c'est le fait que vous ayez des sites au Chili et ça fait plusieurs fois qu'il y a quand même des phénomènes météorologiques assez extrêmes qui fait qu'il y a un impact sur l'actif. Il y a des filets qui se trouvent cassés, il y a certains de poissons qui vont se retrouver là où il devraient pas, vous perdez de la production, vous devez réparer l'actif etc... Comment est-ce que dans le plan de déploiement de vos actifs, vous modélisez l'impact physique du changement climatique? Votre site de production il va être là pendant un certain nombre d'années, comment est-ce que vous modélisez ça? Est-ce que c'est quelque chose que vous intégrez, que vous intégrez pas etc.. Là typiquement c'est dans l'échange que tu peux avoir avec le management en disant: quand ils me disent qu'ils déploient tant de capex, in fine qu'elle va être l'efficacité dans le déploiement du capex? Et combien est ce qu'il faut pour qu'ils atteignent des niveaux maximaux de production? Et combien de temps ils peuvent le garder? Est-ce que le capex ou la production en matière de volatilité chaque année ne peuvent pas être sujets à un certain risque en fonction des géographies. Et je dirais que c'est vraiment à partir de là, se replonger sur l'ensemble de ces différents critères que tu retrouves dans SASB et puis se dire : ce critère-là, comment est-ce qu'il peut se traduire d'un point de vue financier? C'est un travail, il faut vraiment que l'équipe d'investissement soit on board pour que ça marche, et je trouve que c'est une chose qui est extrêmement intéressante à voir. Les analystes financiers sont extrêmement preneurs quand tu arrives à les orienter de la bonne manière et la question, c'est pas une question de compter les pâquerettes mais c'est vraiment une question de se dire là tu as une information qui vient du domaine ESG qui, mise dans ton modèle, te permet d'avoir une modélisation qui est potentiellement plus pertinente et une valeur in fine pour l'actif et un potentiel upside qui est pour moi plus backé. Est-ce que c'est plus juste, est-ce que c'est plus faux ? Cela reste une modélisation mais derrière tu as mis plus d'informations dans ton modèle et c'est consistant par rapport à la manière que tu as de concevoir ton process d'investissement.

S: Donc vous avez plus loin de l'information publique et les rating possible, vous communiquez vraiment aussi avec l'entreprise pour avoir certaines réponses à vos questions à vous.

F: Il y a de l'information, beaucoup d'informations qui se trouvent dans le public mais quand tu commences à vraiment passer du temps à ce moment-là, il faut pouvoir interagir avec l'entreprise sur les aspects ESG. Des calls ESG on en a avec les entreprises dans lesquels on a investi, on en a un tous les trois mois. Et tous les trois mois on peut largement y passer une heure en se disant: ok j'ai vu ça, j'ai lu ça et je vais avoir une explication là-dessus. Et ça je comprends, ça je comprends pas.

S: Ok super, c'est super intéressant. Je vois qu'il est 17h30, je sais pas si tu as d'autres réunions prévues ou si je peux encore poser une ou deux questions?

F: Non non, vas-y je t'en prie.

S: D'accord parfait. Hésite pas du coup à me dire quand ça commence. Voilà c'est de fait super intéressant et j'ai beaucoup de questions. je vais peut-être un peu passer. Tu parlais donc de tous les rapports publiés par les entreprises et donc une partie de ma question aussi c'était voir qu'elles sont au final les différents rapports utilisés par les entreprises, est-ce que ces rapports finalement arrivent à satisfaire les investisseurs dans ce besoin d'information? Tu me parlais que SASB c'était quelque chose qui pour vous au groupe Lambert avait vraiment du sens mais est-ce que par exemple, avec des initiatives comme GRI ou integrate reporting, est-ce que ce sont des choses qui vous sont quand même utiles? Quel est un peu ton avis aussi sur les rapports intégrés?

F: Ok, d'expérience je perds plus mon temps à lire les rapports développement durable, c'est du greenwashing. La première chose que je lis dans un rapport annuel, ce sont les facteurs de risques. Tu vas directement dans la risk section factors. Il y a 20 ans, j'étais en charge de la rédaction des facteurs de risque chez Suez, sur les aspects environnementaux, et j'ai passé un certain nombre de nuits avec les avocats américains parce ce qu'on était côté à New-York aussi, avec les avocats français à m'assurer que chaque mot qui a été mis dedans comptait pour ce qu'il est et pour ce qu'il n'est pas. Et je peux t'assurer des aller-retour il y en a eu 20-30-40, donc

ça m'a appris que ce qui est communiqué dans les facteurs de risque, si tu dois un jour te retrouver devant une cour de justice, c'est vraiment là où le risque a été communiqué ou le risque n'a pas été communiqué. Si il n'y a pas besoin de communiquer le risque et bien à partir de là, je suis désolé, c'est pas un risque, c'est du pipeau ou du vent. Donc la première des choses pour comprendre vraiment ce à quoi une boîte peut être exposée, c'est de lire ces facteurs de risque en se disant elle va communiquer sur un peu ou elle va communiquer sur tout en ouvrant le parapluie pour se dire, ok il y a des risques partout. Donc il faut arriver à juger la qualité du nombre de facteurs de risques mais ça te met tout de suite le focus sur ce qui doit être important et ce qui n'est pas important. La deuxième chose que je fais, je vais directement dans les tableaux à la fin ou lire les 80 premières pages introductives de textes de: "on a fait ça bien, ça bien, ça bien, jamais j'ai fait ça mal par contre. Directement sur les indicateurs à la fin, tu regardes en fait les annexes méthodologiques des indicateurs, comment est-ce que les périmètres ont été définis? Comment les indicateurs ont été définis? Est-ce que les indicateurs font l'objet d'une certification par les auditeurs? Pour l'instant on certifie les process, on certifie pas les données, c'est vraiment différent. Donc tu vas certifier que le tuyau qui allait de A à B est pas percé mais tu n'as pas certifié que ce qui rentrait dans le tuyau en A était bien en espérant que ce qui va sortir en B sera de la même qualité.

S: Et ça, si je peux me permettre alors, tu penses que l'assurance et ces certifications par des auditeurs ça a quand même une vraie plus-value par rapport à ça parce que c'est pas encore obligatoire pour les données ESG.

F: Ce qui aurait une vraie plus-value pour les investisseurs, c'est une certification sur les données. En fait, c'est un peu technique quand tu fais des certifications dans les rapports annuels, les rapports annuels sont couverts par ce qu'on appelle en Belgique le commissaire en France c'est le commissaire aux comptes, en Belgique c'est le réviseur comptable. Et donc lui il va regarder toute l'information qui est communiquée dans le rapport il aura également un petit paragraphe: on a regardé que l'information financière était conforme patati patata et c'est tout ça, s'arrête là. Or souvent ce que font les boîtes vont demander ou au même auditeur ou à un autre auditeur de publier une page spéciale qui va être généralement à un audit ou une due diligence sur le process d'élaboration et de production de l'information non-financière et ça en fait tu regardes le wording et il est marqué qu'ils ont fait ça conformément à ISAE3000 et l'ISAE3000 c'est une validation de la procédure, c'est pas une validation des données. Si tu veux avoir une validation de la donnée, tu reviens sur des référentiels comptables

traditionnels, internationaux et là tu vas avoir vraiment une question d'échantillonnage, de définition de périmètres etc...Et il faut que l'auditeur puisse aller en prendre un où il peut et il puisse dire, là la donnée elle est bonne. Et aujourd'hui il y a 99,9% des sociétés en Europe, en fait j'en connais pas beaucoup qui ont une validation, une assurance ou limitée ou non limitée sur la qualité de la donnée. Ils ont tous, on a tous, on le fait tous une assurance sur le process. Oui le rapport est conforme aux GRI. C'est ce que GBL a fait l'année dernière avec Price, c'est ce que toutes les sociétés font. Quand tu regardes dans un rapport développement durable, le fait qu'il y ait une attestation des auditeurs, l'attestation elle est sur une question de procédure elle est pas sur une question de données. Et pour moi dans le futur, il faut absolument qu'on arrive rapidement à avoir une attestation et une assurance sur la qualité des données et pas uniquement sur le process menant à la consolidation. Par rapport à ça, le GRI date et aujourd'hui en terme de futur, en haut tu as les cadres nationaux, internationaux comme européens qui sont des cadres légaux. Ça peut être là, je dirais de la loi en France, ça peut être la taxonomie européenne, c'est des choses en tant qu'émetteur côté, tu es contraint. Après tu as un échantillon assez large de choses qui sont complètement purement basées sur une bonne volonté en matière de disclosure. Il y a des choses qui sont extrêmement normées, comptables et beaucoup plus financières. Et dans ce continuum je dirais de différents reporting ou framework potentiels au début le plus faible, où il y a aucun lien en matière de matérialité c'est typiquement un reporting sur les United Nation Sustainable development goals. Tout le monde va dire, ok je vais faire du SDG par çi, je vais faire du SDG par là. C'est du beau greenwashing et honnêtement ça va pas plus loin. Après tu passes à un niveau GRI ou tu es encore pour moi loin de la matérialité. Cela commence à s'améliorer mais ce n'est pas encore ça. Il y en a un qui à ce niveau-là aussi et qu'ils le veuillent ou non, et je pense qu'ils n'aimeraient pas que je dise ça, c'est l'initiative lancée par le World Economic Forum, les Nations unies et les auditeurs mais surtout le World Economic Forum et les auditeurs pour avoir un standard intégré de reporting qui grosso modo prend un peu tout le monde. Tu as envie de dire, du moment où tu prends un peu tout le monde je suis désolé mais tu prends personne. Et en fait, tu prends surtout pas les analystes financiers parce que là le travail il a déjà été fait. Et quand tu quittes c'est framework qui sont vraiment des frameworks volontaires, tu rentres sur une approche beaucoup plus investisseur: comptable. C'est là où tu as les frameworks de SASB ou alors les frameworks qui sont issus par FASB ou IASE aux Etats Unis sur des choses plus techniques. Et aujourd'hui c'est vraiment je dirais, en matière de reporting de qualité, c'est vraiment là où on se dirige. Tu auras toujours un certain nombre de boîtes qui continueront à faire du reporting

GRI mais aujourd'hui tu as plus de dix mille boîtes qui publient un rapport GRI. Donc si il y a 20 ans, c'était un signe de bonne gestion ou en tout cas de transparence, aujourd'hui quand tu as dix mille concurrents qui produisent le même type de rapport que toi, je suis désolé mais ça ne devient plus concurrentiel ou un signe d'avantage concurrentiel. Cela devient la norme dans la place du marché.

S: Ok merci. Et donc par rapport à ça du coup la taxonomie européenne qui est en train de se mettre en place comme tu disais ne va pas forcément apporter non plus de solution. Cela apporte une catégorisation globale de ce qui est vert et ce qu'il n'est pas.

F: Mais cela traite, un, que du changement climatique alors que la taxonomie, il y a six domaines. Pour l'instant c'est que le premier sur le changement climatique qui a été couvert. Deux, en matière technique il y a des champs, des pans entiers de la taxonomie qui sont pas couverts même en matière de changements climatiques dans un certain nombre d'activités. Et là j'ai envie de dire je suis désolé mais des véhicules électriques ou des choses comme ça, en matière de contribution climatique ça peut être intéressant mais aujourd'hui quand tu lis 450 pages des annexes techniques de la taxonomie, c'est pas dedans. Et trois, taxonomie c'est une réglementation européenne. Il faut se rappeler que la réglementation européenne a comme champ d'application l'Europe. Donc le jour où tu as un émetteur européen qui reporte en matière de taxonomie qui va reporter sur des sites en Belgique, en France, en Allemagne. Puis les sites en Chine, les sites au Nigeria et les sites au Mexique, qu'est-ce que tu en fais ? Tu les mets dedans, tu les mets pas dedans ? Est-ce qu'il sont gérés de la même manière, est-ce qu'ils sont pas gérés de la même manière ? Donc il y a encore énormément de questions et je suis désolé mais c'est dans le détail où là il y aura vraiment des questions d'implémentation. Donc la taxonomie est une chose qui est intéressante mais ce qu'il faut dire c'est qu'en fait la taxonomie est imposée aux entreprises. Le background de pourquoi est-ce qu'il y a la taxonomie c'est que les pouvoirs publics à Bruxelles se sont rendus compte qu'il y a quelques années qu'il y avait de plus en plus de boîtes qui prenaient les actifs conventionnels. Tu avais un fonds qui s'appelait European equity et lendemain ça s'appelait European ESG equity. Et là tu commençais à avoir des gestions complètes en matière ESG qui devenait ESG overnight. L'investisseur dedans il se dit: j'ai acheté un fonds qui est un fonds normal mais aujourd'hui j'achète un fonds, il a un fonds ESG. Cela n'a pas trop changé quand même j'ai toujours le même top ten dedans. Et en fait par rapport à ces questions-

là, il y avait de plus en plus de discussion sur place. Ils se sont dit: bon il faut un peu qu'on fasse le ménage là-dedans donc c'est pour protéger l'investisseur en fait. Ce que met en place la taxonomy, tu as trois niveaux de taxonomie. Tu as des produits qui sont éligibles sur l'article 8, des produits qui sont éligibles selon l'article 9. L'article 8 je crois c'est ESG integration et l'article 9 c'est green. Donc dedans on te dit: voilà les activités et pour ça il faut que tu aies des seuils etc. C'est la seule chose aujourd'hui. Demain tu vas pour acheter un produit financier à la banque, on te dira ton niveau d'exposition par rapport à l'article 8 ou 9 il sera de autant. Ok mais là au moins ça a été normé mais derrière, ce sont les boîtes qui doivent reporter.

S: Ok mais du coup vous vous comptez vous adapter par rapport à ça aussi?

F: On a pas le choix. C'est ça qu'il faut comprendre, c'est que GBL est une société cotée. Donc en tant que société cotée on doit reporter par rapport à la taxonomie. Donc on reportera en temps utile par rapport à la taxonomie, c'est quelque chose qui est intéressant. Là on rentre dans un exercice l'année prochaine où les obligations en matière de reporting de taxonomie doivent apparaître. Donc cette année, c'est vraiment une année préparatoire à ça. Moi j'ai énormément de questions avec beaucoup d'acteurs de l'industrie que ce soient les sociétés dans les lesquelles on peut être investi, que ce soit avec je dirais d'autres confrères. Sur comment on fait, c'est pas comment on fait ou y mettre de la mauvaise volonté mais il y a beaucoup de questions en suspens. Des questions qui sont méthodologiquement lourdes. C'est une très bonne chose que l'Europe s'engage en matière de finance durable par contre, cela reste un énorme bateau en matière de méthodologie et il y a encore beaucoup beaucoup de travail à achever. Donc je dirais que pour nous est-ce que c'est intéressant qu'on ait 100% de nos actifs qui soient éligibles à la taxonomie 9 green? Bon ok pourquoi pas? Je dirais qu'on va pas le prendre de ce côté là. On ne fournit pas de fonds d'investissement qui doivent être labellisés comme tels. On est un actif, on est une société holding donc si on investit dans un actif et si l'actif est éligible et passe les différents critères, in fine ça peut impacter la valorisation d'actif à la sortie. C'est une évidence puisque si tu te retrouves avec 95% de ton portefeuille sur les bras qui sont pas éligibles et puis grosso modo qui font pas des belles choses dans le domaine ESG. En matière de valorisation à la sortie, vu des flux de capitaux qui deviennent de plus en plus drivés par l'ESG, tu pourras avoir un impact. Mais pour l'instant la taxonomie je crois que l'impact il faudra encore quelques années et c'est vraiment sur 2025-2030 qu'on va voir les effets de la taxonomie hors du confort donné à l'investisseur retail qui va acheter ses fonds. Il y a une autre chose sur la

taxonomie, je sais pas si tu es au courant, et ça c'est une des choses qui va être également extrêmement structurante. L'Europe est en train de faire le même travail : une taxonomie sur les droits de l'homme. J'avais un cours avec une analyste sell-side une belle maison de recherche américaine, la responsable ESG, juste avant qu'on se parle, où cette personne-là est chinoise et on avait la même réaction, moi ayant passé 10 ans en Chine, en se disant attendez-vous êtes en train d'inventer une usine à gaz parce que là je suis désolé mais on va utiliser dans ce cadre-là, les droits de l'homme dans le cadre d'un processus ESG pour justifier un certain nombre de décisions géo-stratégiques et commerciales entre pays. Donc dans le mélange des genres, je trouve que ça fait un peu beaucoup. Mais par contre, les applications pour les entreprises vont être hallucinantes. Parce que là, c'est plus une question du changement climatique, est-ce que ta technologie elle est conforme ? n'est pas conforme ? etc....Tu parles de droits de l'homme et tu parles de l'ensemble des opérations au niveau mondial avec toujours la question du boundary: est-ce que les activités in EU ou out EU sont couvertes et comment ça se passe? Ça, ça va être un des vrais sujets en matière de reporting pour les prochaines années.

S: Ok Il me reste deux petites questions c'était juste premièrement savoir si et comment la pandémie actuelle a influencé quelque chose chez vous en terme ESG et si oui, quoi?
Et ma deuxième question, c'était aussi voir qu'elles étaient aujourd'hui pour vous les barrières à l'intégration justement des données ESG?

F: Sur la première question, deux éléments à prendre en compte: le premier c'est que le covid a juste servi de catalyste à un trend structurel qui était déjà bien établi. Mais ça l'a poussé à une vitesse, ce qu'on a fait l'année dernière en matière de croissance des encours , il y a eu 200 milliards de dollars qui ont rejoint des gestions ESG à travers le monde. Alors que l'année d'avant au total il y avait 100 milliards investis. Donc on a littéralement triplé les volumes investis en un an. On a juste délivré en un an ce qui nous aurait pris cinq ans, voilà. Et il y avait de l'ESG avant, ça a juste accéléré massivement la chose. Ce qui a des impacts par contre en matière d'outil, de développement, par exemple tout ce qui est sustainable finance, ça devient des choses qui sont beaucoup plus à considérer par nous, par les sociétés qu'on peut avoir en portefeuille ou derrière. C'est pour moi des approches de la valorisation qui sont beaucoup plus intéressantes qu'un travail avec une agence de notation environnementale et sociale. Je suis farouche partisan de si tu es une société aujourd'hui tu émetts un sustainability-linked bond, tu

le price correctement sur le marché. Le marché a la capacité de pricer tes efforts en matière de sustainability de manière potentiellement beaucoup plus juste qu'une agence de notation. Et pour moi c'est beaucoup plus intéressant d'aller travailler à l'émission de ce type de produit de finance durable plutôt qu'à l'amélioration d'un score ESG qui derrière est soumis à une méthodologie qui change tous les ans chez les agences de notation. Donc ce sont des choses, des trends structurelles qui sont juste accélérées. Au niveau de la gestion Covid, je dirais que passer les premières semaines et la suspension des activités, derrière c'est une question de focus sur la protection des personnes, des employés, des ajustements des systèmes de rémunération, des ajustements de budget, des plans de contingence de mobilisation des salariés par rapport à tout ce qui est work from home etc... Je dirais qu'à ce moment-là en tant qu'actionnaire de référence dans ces boîtes, tu es aux côtés du management à les soutenir. Je dirais que c'est assez normal. Sur ta deuxième question, les freins, je crois que le principal frein aux normes des données ESG on en a et crois moi, l'intelligence artificielle va révolutionner la recherche ESG et la qualité de l'information qui vient du domaine ESG. Ça c'est une conviction personnelle extrêmement forte. J'ai vu des choses en Chine se faire dans ce domaine-là et j'étais extrêmement positivement surpris. Aujourd'hui, on a la capacité d'aller chercher beaucoup plus de données que les sociétés veulent bien le comprendre et je dirais que c'est vraiment ça le futur de la recherche ESG en matière d'avoir un hedge informationnel qui permet d'avoir un impact. Les freins en matière d'utilisation des données pour moi, en étant provocateur, ce sont les agences de notation ESG qui se servent et qui se déservent. Elles ont réussi à placer ESG au centre du jeu d'un certain nombre de discussions, négociations et je dirais que pour ça c'est une bonne chose mais quand tu reçois des questionnaires que ce soit de MSCI, de Sustainalytics, de SAM, de Dowjones, de machin,... Des questionnaires qui font 100-200-300 pages où tu passes 300 pages à dire non relevant for my company, non relevant for my company, au bout d'un certain temps tu vas te dire: attendez les gars, vous avez compris mon business? Ce que c'est l'ESG chez moi ou alors est-ce que je sais, je connais votre problématique vous devez couvrir 10-15 milles émetteurs au niveau mondial avec la même méthodologie. Mais je suis désolé GBL, notre peer group c'est 3-4 boîtes. Donc vous êtes capable d'avoir une approche qui nous convient pas mais pertinente par rapport à notre activité ou alors je ne vais pas perdre mon temps à les communiquer sur quelque chose qui pour moi n'a pas de sens. Et je dirais que pendant des années les agences au début elles sont apparues, elles se sont consolidées y a eu la production de rating et aujourd'hui, il y a beaucoup de gens, des gens qui commencent en particulier l'Europe le train est lancé tout ce qui est intégration ESG c'est fait. Le prochain marché, et celui qui va croître le plus vite dans les 18-24 mois, ce

sont les Etats-Unis. Le problème c'est quand on est dans des phases de développement initial du marché, la première des choses que font les gens, les gérants c'est se dire: ok moi je suis allé acheter des scores ESG et quand ils vont commencer à regarder la qualité des scores ESG, le nombre de biais qu'il y a dedans et l'impact que ça a qui est extrêmement fort sur leurs process d'investissement, à ce moment-là ça va être: non je suis désolé mais par rapport à la pression que j'ai en matière de responsabilité fiduciaire de génération de rendement qui est primordial aux Etats-Unis encore plus que qu'en Europe en terme de problématique de gestion et quand je vois ce qui me vient du milieu de l'ESG, là j'ai un gros problème. Et je dirais pas qu'on n'a pas deux fois la chance. Et pour moi aujourd'hui, l'Europe a basculé il a deux ans, trois ans, quatre ans dans le full ESG integration et là, on a juste accéléré la progression. Celui qui est en train de rejoindre le bateau ce sont les Etats-Unis mais connaissant les acteurs américains, leur approche de la chose, il y aura pas une répétition avant le grand bal pour l'ESG. Et je crois que c'est ça le gros risque aujourd'hui, plus des pratiques de communication aux Etats-Unis qui sont quand même plus faibles qu'en Europe. Donc je dirais que pour moi c'est ça l'un des plus gros frein à l'intégration ESG en ce moment. Après au niveau des sociétés, aujourd'hui, il n'y a pas un conseil d'administration sans que le mot ESG passe. Donc aujourd'hui, tu es dirigeant d'une entreprise, tu as du mal à l'éviter et tu sais que de toute façon tu dois faire quelque chose.

S: Ok super. Un grand merci en tout cas pour toutes ces précieuses informations. Juste je t'ai envoyé un mail hier.

F: J'ai vu, je te le signe, je te le renvoie, pas de soucis.

S: C'est pas urgent, c'est juste pour être en accord avec les GDPR et également si tu veux rester anonyme aussi, le groupe Lambert peut rester anonyme aussi.

F: Non, je participe toujours volontiers à ce type d'étude là ayant eu la chance de pouvoir pratiquer les mêmes types de choses il y a 20 ans. Faire une étude de qualité ça implique souvent de pouvoir discuter et dans ces cas-là ça me dérange pas de me rendre disponible pour ça. Ton mémoire sera public?

S: A priori, publié fin juin normalement.

F: Envoie le moi à ce moment-là.

S: Oui bien sûr c'est prévu, c'est prévu pour fin juin je verrais bien si j'ai besoin de plus d'analyses, à ce moment-là je peux prolonger jusqu'à août-septembre mais à priori ce sera fin juin.

F: Parfait merci.

Appendix 7 : Investment analyst, Investment bank 1

S: Donc pour remettre un peu en contexte, moi je suis étudiant à Louvain-la-Neuve. Je suis en majeur en responsabilité sociale d'entreprise, j'ai eu un cours de finance et d'investissement responsable et dans ce cadre-là, je fais mon mémoire sur les données ESG, la publication de ces données par les entreprises et l'utilisation de ces données par les investisseurs, analystes, manager de fonds, etc,... Et éventuellement les potentielles influences de l'utilisation de ces données. Donc voilà ça c'est un peu de mon côté, est-ce que tu pourrais te présenter en quelques mots? Donc ton institution, ton rôle, ton expérience?

A: Oui donc moi c'est XXX je suis chez XXX depuis maintenant presque un an je crois, dix mois. Avant ça, j'ai fait un an banque d'affaires. Et donc voilà je suis dans l'équipe investissement dans le bureau du Benelux. Donc on regarde encore les opportunités d'investissement qu'on nous propose, on analyse les boîtes et on regarde si si ça nous intéresse d'investir dedans ou pas.

S: Ok super. Pour commencer de façon générale, j'ai vu que XXX faisait partie de pas mal d'initiatives d'investissements responsables comme les PRI et ce genre de choses, quelles sont vos motivations de faire partie de ces initiatives?

A: Alors je t'avoue qu'à mon niveau je ne sais pas très bien au niveau groupe ce qui a motivé de faire partie de ça. En tout cas ce qui est vrai c'est que chez XXX l'ESG est vachement important. Depuis que j'ai commencé, ça m'a quand même assez marqué et je pense que les motivations je dirai à mon avis il y a deux grands types de motivations. D'une part c'est que les gens chez nous et les deux fondateurs ont une vraie conscience des enjeux ESG. L'autre chose c'est que je pense qu'il y a une prise de conscience assez importante du côté de nos investisseurs, c'est quelque chose à côté duquel on peut plus passer. C'est à dire on est obligé, enfin on est pas obligé, je ne pense pas que ce soit légalement obligatoire mais on imaginerait plus faire un reporting dans lequel on parle pas du côté ESG. Et ça prend même une place vachement importante, moi j'ai dû faire le reporting d'un de nos fonds récemment je pense que la section ESG doit prendre un quart ou un cinquième du document de reporting. C'est à dire sur toutes nos sociétés, on a des pages qui expliquent soit c'est des nouvelles sociétés et les pages expliquent ce qu'elles font et comment elles sont positionnées niveau ESG. Et si c'est des boîtes

qui sont déjà en portefeuille, pareil. C'est un peu moins détaillé puisqu'il y a déjà eu dans les reportings précédents l'explication. Mais il y a toujours un suivi celui des données ESG.

S: Ok. Et donc tu disais que c'était voilà par rapport à vos valeurs, une demande des clients. Est-ce qu'il y a aussi par exemple une volonté en termes de risques, en termes de retour sur investissement, en termes de précision des analyses? Ou c'est vraiment les valeurs et les demandes des clients qui font que vous intégrez ces informations-là.

A : Je pense effectivement, c'est bien vu, c'est que pour nous ça fait, c'est aussi un mitigeant de risques, c'est un facteur qui réduit le risque pour nous, pour notre investissement. Et d'ailleurs ce qu'on fait de plus en plus et c'est dans les mois, dans tous les derniers deals qu'on a faits, j'ai l'impression qu'à chaque fois ça y était: on met des ESG ratchet. Je sais pas si tu vois ce que c'est ce système? En gros, j'en ai vu un dans la presse récemment de ABInbev qui a fait le plus gros, mais ça n'a rien à voir avec nous, mais ça a un nom en français, attends je te retrouve demain parce que j'ai envoyé ça justement à la responsable ESG chez nous. Une ligne de crédit à impact positif et donc en fait le système et on fait vraiment dans beaucoup en tout cas dans ses aspects quand on fait des deals en dette, c'est dire par exemple à l'entreprise: on vous fait un crédit à 7% mais si vous respectez et là on définit un certain nombre d'objectifs ESG et si ils les respectent, le taux d'intérêt diminue. Et ça peut être relativement significatif, je crois qu'on en fait souvent à, ça peut te paraître pas grand-chose, mais à 0,35% ou 0,5% ce qui peut paraître petit comme ça mais c'est vachement significatif pour nous. Et la raison pour ça effectivement c'est pour nous une façon d'avoir un investissement moins risqué. Et donc de se dire que ça vaut la peine aussi d'un point de vue invest de diminuer le taux, si on a une diminution du risque. Donc de diminuer le return et le risque en même temps.

S: Est-ce que tu pourrais me décrire un peu votre processus type d'investissement? Donc les différentes grandes étapes, les informations que vous considérez dans ce processus?

A: Tu veux dire par rapport à l'ESG ou d'une manière générale?

S: Non de manière générale et justement voir aussi un peu quelle place à l'ESG là-dedans.

A: Ok. Du coup donc généralement ce qui se passe, c'est qu'on reçoit une offre donc quand il y a une vente d'entreprises, généralement ça passe par une banque et nous on se fait contacter par

une banque qui nous envoie un mail pour dire: voilà on a une société dans ce secteur qui voudrait vendre. Et donc nous la première chose qu'on fait c'est envoyer un message à, est-ce que c'est la compliance ou l'ESG qui regarde? Je pense que cette compliance d'abord pour voir si on a pas de conflit avec cette boîte-là et pour voir si le secteur est aussi ok pour nous. Et d'ailleurs par exemple récemment on a été contacté par une banque et c'était une entreprise dans le domaine du jeu en ligne, casino etc. Et on a refusé de regarder tout simplement, de recevoir les informations. Parce que ça rentre pas, alors je sais pas si c'est parce que parfois il y a la ligne un peu fine entre compliance et ESG, donc je sais pas si c'est un domaine qu'on ne peut pas regarder parce que c'est pas compliance ou si c'est un domaine qu'on ne veut pas regarder parce que c'est pas dans nos valeurs ESG. Mais je pense que là c'était compliant qu'on a dit non parce que point de vue ESG ça ne nous va pas et nos fonds n'ont pas le droit d'investir là-dedans. Et donc ça on reçoit et donc on signe ce qu'on appelle un NDA, donc non disclosure agreement pour dire qu'on ne va pas publier, pas partager les infos confidentielles qu'on reçoit. On reçoit généralement datapack donc ce qu'on appelle un info mémo avec plein d'infos sur l'entreprise qui ont été collectées par la banque, on reçoit aussi des due diligence donc c'est généralement un auditeur type PWC qui fait un audit de toutes les finances de la boîte pour voir qu'il n'y a pas de souci. Il peut y avoir une DD commerciale aussi, ça va être un cabinet de conseil type McKinsey ou Bain qui va faire une analyse de marché pour nous aider à voir comment se positionner l'entreprise et si le marché est attractif. Et bref il y a tout un tas d'analyses et nous on va récolter tout ça, lire tout ça et on va nous en faire un mémo dans lequel on va résumer toutes ces informations. Mais ça peut être relativement long parfois c'est une cinquantaine de pages voire plus et donc ce mémo-là va aller chez nous en comité d'invest qui sont les gens haut dans la société qui vont décider: voilà est-ce que du coup avec les infos qu'on a ça nous intéresse d'investir là-dedans ou pas. Il y a effectivement aussi une section ESG et puis voilà on décide si on investit dedans ou pas. Et bon à partir de ce moment-là il faut voir si personne d'autre gagne le deal parce qu'on n'est pas les seuls généralement à vouloir faire le prêt ou acheter la boîte. Donc voilà et à partir de là si ça fonctionne on a la boîte en portefeuille et là on commence à faire du reporting là-dessus.

S: Et en termes justement d'ESG, quelles informations est-ce que vous considérez?

A: Alors il y en a pas mal. Donc il y a vraiment bon les trois points gouvernance, social et environnement. Après ça dépend du type d'entreprise, parfois c'est plus poussé que d'autres. Je te prends un exemple, la fois dernière on a eu une boîte qui est dans la consultance, il y a

généralement moins de sujets ESG parce que les consultants au niveau social, il ya généralement pas de soucis. Niveau gouvernance c'est des consultants stratégiques donc généralement la gouvernance c'est ok. Niveau environnement, ça se pose pas vraiment. Mais par contre il y a des entreprises ou par exemple niveau environnement, c'est hyper important pour nous. Par exemple là je sais qu'on regarde une société dans le domaine aéronautique et donc un peu des processus industriels et ben on veut, comme je te parlais tout à l'heure des due diligence, là on veut une due diligence environnement pour voir l'état du sol par exemple. De la pollution du sol qui peut, parce que c'est une boîte qui a pas fait attention à ça depuis 20 ans, il peut y avoir des problèmes assez graves qui peuvent nous empêcher soit de diminuer le prix parce qu'on doit prendre en compte que l'on va devoir faire des travaux environnementaux, soit carrément empêcher qu'on fasse le deal parce que c'est trop. Donc je dirai ça dépend un peu du type de société, parfois des sujets oui sociaux ils sont plus importants, est-ce qu'il y a eu des grèves récemment, des trucs comme ça. Ca dépend assez fort des boîtes, je saurais pas te donner une réponse globale maintenant ça dépend pas non plus que du secteur. Par exemple, imagine tu as une boîte qui fait des panneaux solaires, tu te dis: génial des panneaux solaires c'est fantastique sauf que si en analysant dans la boîte tu te rends compte que tous les managers sont des hommes et que ils ont eu trois grèves dans les cinq dernières années parce ce qu'ils respectent à moitié pas le droit du travail, c'est bien de faire des panneaux solaires mais. Donc c'est vraiment au cas par cas. Je saurais pas dire il y a un point auquel on fait particulièrement attention c'est vraiment...

S: Selon les risques de chaque entreprise.

A: Exactement.

S: Et ces informations ça provient de quelle source? Est-ce que ce sont des informations que l'entreprise par exemple publie dans des rapports? Est que c'est en communication avec cette entreprise?

A: Alors nous on fait des entreprises privées donc elles vont pas avoir, j'imagine que dans les entreprises publiques tu as toute une partie des comptes financiers qui est dédié à l'ESG au sens large, donc nous il y a généralement pas ça. Donc on s'informe bon déjà sur le site internet, on leur pose des questions aussi. Nous, on a accès au management toujours pendant le process, on a des call avec le management pendant lesquels on peut poser ce genre de questions aussi. Donc

voilà, c'est surtout ça et après comme je te dis, parfois on a des due dilligence un peu plus spécifiques à ce niveau-là.

S: Ok donc ça dépend vraiment de l'entreprise.

A: Il y a pas mal d'infos sur le site. Par exemple ils ont eu des avoirs pour ci ou pour ça et ils y racontent sur le site ce qu'ils font. Parfois le site pas du tout et donc là nous on doit plutôt de poser les questions directement au management.

S: Mais vous considérez ça a priori tout le temps, pour chaque investissement.

A: Ah oui de toute façon. Dans le mémo pour le comité d'invest, on a une section ESG où on doit remplir, donc c'est un excel dans lequel on remplit toute une série d'informations et en prenant en compte le secteur et toutes les réponses qu'on met, automatiquement ça calcule un profil ESG qui doit être relativement positif. Non oui ça de toute façon on doit considérer à chaque fois. Et même une fois que l'investissement est fait, on peut en parler j'en ai fait un aujourd'hui, après ça on doit faire un ESG profile, c'est une ou deux slides qui reprennent un peu toutes les infos importantes niveau ESG qui après va être publié dans les rapports etc.

S: D'accord. Tu mentionnais que donc vous utilisez ça pour un peu voir le risque mais que parfois c'est également pris en compte dans l'évaluation. Est-ce que justement le profil ESG des entreprises, c'est quelque chose qui dans votre évaluation et donc dans votre offre, qui est pris de façon systématique? Ou vraiment quand il y a un gros risque, vous vous dites voilà ça, ça peut impacter les résultats de l'entreprise?

A: Attends. Tu peux reformuler? Je ne suis pas sûr d'avoir compris la question.

S: Donc je voulais savoir si vous intégrez dans votre évaluation de l'entreprise, donc dans votre offre que vous faites de rachat de l'entreprise, est-ce que vous évaluez, si je puis dire, systématiquement les données ESG ou c'est vraiment quand il y a un gros risque que vous vous dites: là il faut qu'on diminue le prix.

A: Non je dirais plutôt la première option dans le sens où si c'est un très gros risque on va probablement pas le faire. C'est plutôt pris en compte systématiquement, mais pour des sociétés

de base pour lesquelles on considère le risque n'est pas grand au point de se dire: Ohlala, là il faut qu'on leur mette un énorme coup de pression parce que sinon... Non si c'est à ce point-là, je pense que généralement on le ferai pas. Après je t'avoue que j'ai pas encore eu le cas moi d'une telle entreprise. J'ai eu un peu ce cas-là, mais je pense que de nouveau c'est plus de la compliance que de l'ESG. Une boîte où ça se passait bien, c'était de nouveau pour faire de la dette et puis on s'est rendu compte qu'ils avaient je sais plus, 3-4% de leurs ventes qui se faisaient en Iran, donc là je pense que c'est plus un problème compliance mais de nouveau c'est un peu entre les 2 et l'Iran est sur la watchlist des pays où on n'a vraiment pas le droit d'aller. Donc là, on le fait carrément pas même si c'est assez une petite partie du chiffre d'affaire. Donc je pense que s'il y avait un gros problème ESG, on irait pas.

S: Ok et pour vos données, en fait vous les analysez mais est-ce que vous utilisez peut-être des standards spécifiques pour comparer ces informations-là? Où c'est vraiment quelque chose qui est au sein de votre entreprise vous avez défini comme étant la norme, comme étant les choses à définir et selon ces standards c'est positif ou négatif?

A: Alors nous, donc l'équipe invest, on remplit ça, comme je t'ai dit, dans un fichier interne, maintenant est-ce que ce fichier interne est basé sur des standards? Je pense qu'il est au moins en partie basé sur des standards internationaux mais ça je t'avoue que ce qu'il y a derrière ce fichier, je sais pas très bien. Donc je saurais pas te répondre, mais je crois que c'est largement basé sur des standards parce que je sais que, comme tu as dit, XXX fait partie de toute une série d'initiatives donc.

S: Ok et comme vous investissez principalement dans des entreprises qui sont privées et peut-être plus petites, est-ce que c'est toujours facile d'avoir ces informations-là? Est-ce que par exemple vous utilisez quand même des informations quantitatives en termes ESG? Par exemple, les émissions de carbone de l'entreprise ou la consommation d'eau ou je ne sais pas où est ce que c'est principalement au final du qualitatif?

A: Ça fait ça fait partie des questions de notre fichier. Il y a des informations quantitatives notamment pour, je crois que c'est pour les émissions. Il y a une série de plusieurs catégories non?

S: Oui c'est ça.

A: 3-4 catégories je sais plus.

S: Oui des scopes différents.

A: Donc je sais que ça fait partie des questions. Maintenant effectivement, on n'a pas toujours l'info. On essaye d'avoir mais comme tu dis comme ce sont des sociétés privées parfois voilà quand ce sont des sociétés de 50-100 personnes, il n'y a pas toujours des procédures en place pour calculer tout ça. Donc parfois on n'a pas l'info quantitative donc parfois, c'est plutôt qualitatif. Et parfois on a réussi à l'avoir, soit parce que ce sont des entreprises un peu plus grande soit parce que ce sont des secteurs où ils sont un peu plus obligés de calculer ça. Alors on a les données quantitatives.

S: Ok maintenant je voulais un peu passer aux facteurs qui potentiellement influencent cette utilisation des données ESG. Et donc tu me disais que l'industrie, le type d'entreprise influence votre considération. Mais est-ce que, par exemple, la conjoncture économique actuelle, si on est en période de crise, va peut-être influencer la façon dont vous voyez l'ESG ou alors typiquement l'exemple actuel avec le corona, est-ce que ça influence peut-être votre façon de considérer ces informations-là?

A: Honnêtement je dirais non. Dans quel sens est-ce que tu veux dire influence? Qu'on y ferait moins attention parce que c'est la crise?

S: Moins attention ou plus attention justement. Est-ce que vous vous dites: voilà on est en période de corona, ça il faut peut-être plus regarder qu'avant.

A: Au niveau ESG, je dirais pas spécialement. Au niveau investissement, on fait très attention dans tous les mémos. Il y a toujours une section Covid et comment la société s'est comportée avec le covid mais c'est plus d'un point de vue business, rentabilité que vraiment impacter les données, la façon dont on utilise les données ESG. J'essaye d'un peu réfléchir à ce que j'ai vu passer récemment mais non je ne pense pas que ça ait beaucoup d'influence.

S: Ok et est-ce que en termes de régulation, tout ce qui européenne, je sais pas si tu es familier avec la taxonomie Européenne ou ce genre de choses?

A: C'est pas spécialement mon domaine non.

S: Ok donc vous au quotidien, c'est vraiment checker par rapport aux critères qui sont définis pour voir si il y a des risques potentiels ESG. Est-ce que parfois aussi, vous investissez dans des choses que vous considérez l'ESG comme une opportunité aussi d'investissement?

A: Alors on a effectivement des fonds thématiques, donc je pense que la réponse se fait plus à ce niveau-là. Maintenant de considérer comme une opportunité, oui toujours un peu par défaut parce que on l'analyse et que c'est important. Mais pour répondre à ta question, par exemple on vient de faire le closing, donc le closing c'est à dire la fin de la levée de fonds pour un fonds de transition énergétique. Et donc c'est un fonds qui investit, qui ne peut investir que dans des sociétés qui ont un rapport avec la transition énergétique. Si tu veux, je peux regarder les investissements qu'ils ont faits si ça t'intéresse ou pas spécialement.

S: Oui oui, ça peut toujours être très intéressant.

A: Et on a aussi un fonds d'impact ending, donc on a de plus en plus, j'ai l'impression en tout cas, des fonds, ce qu'on appelle des fonds thématiques. Et qui donc eux sont spécialisés dans un tel domaine et qui sont autour alors d'un thème, c'est pas ESG parce que déjà ça voudrait rien dire et en plus enfin c'est un peu compliqué. Mais par exemple des fonds à impact ou des fonds, c'est l'exemple le plus frappant, c'est ce fond de transition énergétique. Je sais qu'ils ont une entreprise alors ils en ont encore fait récemment des investissements, ils ont investis dans une boîte de panneaux solaires. On a regardé avec eux, c'est une boîte qui était dans l'économie circulaire pour le bois. Enfin c'est tout plein d'investissement comme ça si tu veux, les noms sont en ligne si jamais tu veux je peux te les donner.

S: Ok je peux aller voir ça. Et justement est-ce que vous voyez vous au quotidien des barrières à l'utilisation données ESG? Dans ce sens que c'est un problème d'accessibilité à l'information, un problème de manque de définition claire de certaines informations, le coût d'obtenir ces informations la peut-être.

A: Pour les sociétés privées, je trouve oui quand même. Autant je pense que quand j'ai un peu à faire à des sociétés publiques, je trouve ça parfaitement clair et ils reportent énormément là-dessus. Mais c'est vrai que pour les sociétés privées comme je te disais tout à l'heure, parfois c'est vraiment compliqué, voir l'info n'existe pas. Et effectivement bon là il faut faire au mieux, généralement vu le secteur, vu un peu ce que fait l'entreprise tu peux avoir une idée parfois plus ou moins de la réponse. Mais parfois les données, c'est même pas qu'elles ont un coût, c'est qu'elles ne sont pas là quoi.

S: C'est donc plus subjectif peut-être dans ces cas-là.

A: Oui dans ces cas-là il faut être un peu plus subjectif, mais d'où je pense l'important justement de faire du reporting là-dessus et de pouvoir du coup expliquer clairement pourquoi on l'a fait. Même si c'est en qualitatif, je pense que c'est pas parce qu'on a pas de données quantitatives que c'est mauvais. Mais c'est un peu plus "tendancieux" et donc je pense que c'est là, la plus-value d'avoir un reporting, un peu plus poussé. Évidemment si il y avait toutes les infos quantitatives, le reporting il est simple, on fait 4 graphs pour dire: voilà en moyenne il y a ça, il y a ça et il y a ça et puis c'est facile. Le fait qu'ils n'en ait pas nous pousse aussi parfois à analyser un peu plus en profondeur nous-mêmes ce qui se passe.

S: Oui je vois. Et en terme d'entreprise publique, là vous utilisez principalement les données, les rapports CSR ou autre que publient les entreprises et également dialoguer avec les entreprises?

A: Moi les entreprises publiques je t'avoue que je ne fais pas du tout, parfois ça m'arrive, je te disais tout à l'heure que parfois je tombe sur des rapports publics parce que parfois pour valoriser une entreprise tu regardes les compétiteurs publics pour avoir une idée du marché etc. Donc voilà parfois je tombe là-dessus mais on le fait en partie mais cela se fait à Paris, c'est ce qu'ils appellent les strates liquides. Mais ici on fait pas.

S: Ok et c'est assez intéressant que tu dises que tu regardes d'autres entreprises aussi comme comparaison. Est-ce que dans ces comparaisons tu essaie aussi de comparer aux entreprises qui ont des performances ESG similaires? Ou c'est principalement financier?

A: On utilise plutôt ça pour comparer les valorisations. C'est vrai que j'ai pas le réflexe et je pense qu'on a pas le réflexe dans l'équipe ici d'aller spécialement voir des rapports éventuellement d'un concurrent public pour se faire une idée de ce que la boîte, de ce que ça représente en terme ESG.

S: Ok super. Moi je pense qu'on arrive tout doucement à la fin de mes questions, je sais pas si il y a des choses peut-être qu'on n'a pas couvert que tu penses importante en termes ESG, des choses qui seraient intéressantes?

A: Ce qui est assez compliqué entre guillemets en ce qui concerne l'ESG, c'est que c'est pas un truc qui vient par exemple à ce moment-là d'un process d'investissement et point barre, ça arrive à plein d'endroits différents. Donc on va avoir déjà par exemple l'ESG niveau groupe, donc pas nos investissements mais notre ESG à nous. Tu vas retrouver l'ESG par exemple, nous on a des formations. Tous les gens qui commencent chez nous, pour les stagiaires on a un ESG challenge qu'on appelle ça donc une espèce de petit game par équipe où on essaie de proposer des trucs ESG en plus que pourrait faire la boîte. Et on a aussi des formations ESG pour nos investissements pour voir ce qu'on doit regarder, tu as un département ESG qui comme je t'ai dit arrive en début de process pour regarder que l'entreprise est ok, tu as chez nous l'équipe invest qui connaît aussi l'ESG qui comme je y'ai dit toute à l'heure peut dire bon là, ça on fait pas même sans demander à l'équipe ESG. Parfois on leur demande en plus, parfois ils sont aussi présents pendant le comité d'investissement, ils peuvent poser des questions eux et le et le risque, qui sont parfois liés aussi et qui ont des questions plus ESG même si ce sont des départements entre guillemets séparés. Tu as comme je t'ai dit des fonds qui sont thématiques ESG, tu as le reporting sur l'ESG, tu as le mécanisme pour baisser le taux ESG pour nos boîtes et tous des questionnaires qu'on oblige nos boîtes à remplir. Et donc tout ça, c'est un peu ce qui ce qui est compliqué avec l'ESG c'est qu'il faut pas voir ça, je pense en tout cas, il faut pas voir ça comme un département. A la limite c'est un peu la différence avec compliance à savoir où on se demande ok ça est-ce que c'est compliance ou pas, on va demander au département compliance. L'ESG c'est beaucoup plus, ça doit faire partie des mentalités, ça englobe beaucoup plus de choses, c'est un peu plus flou aussi. Donc je crois que c'est ça qui est en un plus intéressant en même temps un peu compliqué avec l'ESG c'est que c'est un peu partout et nulle part et ça englobe beaucoup de choses quoi.

S: Et votre département ESG justement il vient faire ses analyses de façon ponctuelle ou peut-être parce que parfois voilà c'est vous qui avez peut-être besoin de support parce que vous avez des doutes sur certaines choses et vous avez besoin de plus d'analyse ou est-ce que eux font toujours leurs analyses et vous vous faites aussi des analyses ESG et il y a des discussion entre les 2? Comment est-ce que ça marche?

A: Ca peut être un peu les deux, il y a des choses pour lesquelles, dans tous les investissements de toute façon ils sont liés d'une manière ou d'une autre, ils sont présents. Ils peuvent donc répondre à nos questions si nous quand on fait notre analyse ESG il y a des choses qu'on comprend pas ou qu'on arrive pas à trouver, etc... Ils sont là pour nous aider mais ils font aussi leurs analyses et pour chaque fond, chaque investissement, ils sont présents aussi. Donc c'est vraiment...

S: Une combinaison des deux.

A: Oui ça rejoint ce que je te disais juste avant, c'est que c'est pas un truc ponctuel ou tu sais à ce moment-là du process, je contacte ESG pour demander quelque chose. Puis de nouveau comme je te dis, ça dépend aussi un peu des boîtes qu'on regarde. Il y en a qui sont plus touchy, où il y a un peu plus de sujets que d'autres.

S: Et après l'investissement, quel est le suivi que vous faites en terme ESG?

A: Alors donc il y a comme je t'ai dit dans les reportings, on report donc tous les trimestres sur nos boîtes et il y a toujours une section ESG comme je t'ai dit au tout début. Donc il y a ça, je sais qu'on envoie des questionnaires. C'est pas moi qui les envoie donc je ne sais pas ce qu'il y a dedans mais à toutes nos boîtes je pense on envoie des questionnaires pour avoir des infos ESG. Et puis il y a le ce dont je t'ai déjà parlé là, cette fameuse cette réduction du taux ce qu'on appelle l'ESG rachat. Et ça c'est tous les trimestres, ils doivent me montrer voilà on a respecté cette target, cette target,... Donc c'est assez à mon avis, ça leurs chiffres financiers c'est les trucs sur lesquels on a le plus d'infos, je pense.

S: Ok super. Un grand merci pour ces réponses.

A: Mais de rien j'espère que ça t'aidera.

S: Oui et c'est intéressant et ce qui est chouette c'est que la majorité de mes interviews sont avec des investisseurs donc des gestionnaires de fonds etc... qui investissent dans des sociétés qui sont cotées en bourse.

A: Ok

S: Donc c'est aussi intéressant d'avoir le côté privé, voir comment ça se passe des deux côtés. Donc c'est vrai c'est toujours chouette et toujours intéressants de voir que les challenges sont peut-être différents.

A: Ouais je pense que c'est assez différent pour le coup pour des sociétés privées. C'est moins transparent mais on a un peu plus accès au management. Voilà donc je crois que c'est un peu il y a du pour et du contre.

S: Oui je pense c'est la principale conclusion que j'en tire aussi. Je vais arrêter l'enregistrement ici alors.

Appendix 8 : Investment analyst, Investment bank 2

S: Ok perfect. So just before we start, let me give you some introduction and some information about myself and my research. So basically, I am a master two student at the Louvain school of management. I've done a major in sustainable development for companies and one of my courses there was sustainable finance. I decided to do my master thesis about ESG information and basically, how is the information used by the different asset managers, portfolio managers or analysts. And also, to see if like the information disclosed by companies is enough for you analysts and portfolio managers to really assess what you need and that's the overall idea. And also, I'd like to discuss a bit about the different influence of ESG data. I mean maybe other factors that influence your consideration for such type of data.

A: ok.

S: Could you maybe present yourself shortly, I mean, in terms of like your company, your experience, your position.

A: Yes sure. So, I'm working within an investment bank from one year and I'm currently in the leverage finance team in Brussels. Before that I had an internship experience in private debt fund and I'm graduated from XXX and XXX.

S: Ok, just to be sure you are French speaking or English speaking?

A: Italian speaking, so both of them are my second languages.

S: Yeah ok let's stick to English then. I guess it will be the easiest. As a general introduction I would like to know if XXX part of any sustainable finance initiatives? I mean did you sign the principles for responsible investment?

A: Yes, actually XXX is very involved in this thematic and it has been recently awarded as one of the most active bank in the field, especially on the debt side.

S: Ok cool and so specifically the principles for responsible investment, do you know if you're part of it or not?

A: I don't know unfortunately.

S: Ok I can check that information on the net. So as analyst, could you maybe describe me a bit your typical information consideration? So, what is the process that you do? I guess your job is to make recommendations to portfolio managers and asset managers, right?

A: Well, actually as an analyst what we do is helping the company. Like in the leverage finance team, we help companies in the emission of leverage loan or high yield bonds, and which of course require the involvement of the bank. Because of course those loans and those bonds will be on the balance sheet of the bank if they will not be syndicated afterwards. And so, it's not really an advisory role it's more let's say investment role in a certain in a certain point of view because you are involved you are actively involved in the transaction.

S: Ok I see. So, what's the typical information that you use in your job? What are the maybe the different steps in the process for analysis a company and its information?

A: Yes, so normally companies approach us when they have some liquidity needs for different reasons. I don't know maybe they want to develop a specific investment, or they just have some needs in terms of working capital or maybe they want to acquire another company. So, they come to us and they say ok we would like to do this. Maybe they don't want to do it only with equity, but they need a certain part of debt and that's what we provide. We try to structure the transaction in the best way possible for us in terms of returns and for them in terms of capital structure of course. So, to do this, what we normally do is that we require a sort of due diligence from an external advisor and then we ask specific information to the company in terms of, for example, financial business plan or future strategy they have in mind to pursue.

S: Ok and do you consider ESG information within that process?

A: It depends in the sense that yes it's a core part of the analysis but there could be some specific debt emission that are specifically related to ESG and some which are not. So of course, in the ones that are not, the ESG is part of the analysis but has a certain weight. Instead, when we emit, I don't know, green bonds for example, of course the ESG part has an extremely important topic.

S: Yeah, I can imagine. Ok so in order to to get that information, what source of information do you use to analyze the different ESG information of the company?

A: Normally what we do is we always ask to the company because since we are working together, we suppose they are being transparent with us. What we do, basically, is we ask them which are the proceeds of the investments, so the proceeds of that we are going to give them. Which means we say ok we give to you, I don't know, 500 million but what you're going to do with this? Are you really going to do something which is ESG and there are different, I think 12 policies which are explicitly defined by the United Nations. And if these kinds of investments comply with these 12 principles, then we can say they are ESG.

S: Ok.

A: So, this is the broad let's say environment we try to put in the logic.

S: Ok so it's really the information given by the company itself since you work together.

A: Yes.

S: I see and so who is responsible to analyze this information? Is it like the person who will also analyze the financial information or is it someone who is specialized in this field?

A: Yes, so I would say that at XXX we are very developed in this, we have a specific team which is the ESG team who is in charge of analyzing this kind of qualitative information and see if it complies with all the ESG standards. But of course, we always work in a team so it's also the role of the leverage finance analysts to have a look to this kind of information. Because for example, green bonds maybe have they could have a different price compared to normal bonds. So of course, it will be analyzed first by the ESG team but then he will come back to us saying: ok guys we analyzed it's an ESG bond, we should work based on this price because of this and that.

S: Ok and for common bonds and bonds that are not specifically designed for ESG, what's the reasoning behind it? How often do you use it? What's also the maybe the reason? Because since it's not specifically ESG or green bonds, what is the reasoning behind this consideration?

A: Ok so since the bank has a very strong focus on the ESG side, we are required to analyze it anyway. We won't go extremely deep, requiring deep analysis. But for example, when you have to emit a bond, you need to have the approval from the management of the bank of course. And you need to present a documentation, a specific documentation, and in this documentation there is a specific section which is called ESG, where you say ok we analyzed the ESG information and we can say it's compliant with the ESG standards. But the difference with green bonds is that maybe you don't ask to the company specific ESG information. It's more your research. For example, looking at the annual report or maybe if you can't find anything you drop an email to the representant of the company you're working with, asking for specific questions. But it's a less detailed analysis because of course it's required by the bank, but since it's not a green bond, you are not required from for example ECB or the markets to justify with something that it is exactly ESG.

S: Yes and so the reason why you integrate it, is it because it's a commitment from the company? And it's not like specifically for a risk or return purpose or maybe some accuracy in terms of forecast for the loan?

A: No, it's more because the bank, all the banks now are really looking forward into investing green companies and so on, so you have a look at that. But if the bond it's not green, it's not related to pricing or return on investment.

S: Ok. You were mentioning the use of annual and CSR reports. Is it something that you're familiar with?

A: Yes and no. In a sense that of course if you're working with listed companies, they are obliged to comply with certain requests and they are obliged to publish this kind of initiatives. But if you're working with non-listed companies, it's hard to find the specific information on the topic.

S: Yeah so can I just ask you some questions about those reports? Maybe how you feel generally I mean about those reports? So, for instance, I don't know if you're familiar with integrated

reports? So specifically for CSR reports, there are separated reports that are very separated from the annual reports but there are also integrated reports that integrate financial and also ESG information. I don't know if you're familiar with those?

A: No, not really honestly, I have always looked only to the CSR information contained in the annual report.

S: Ok and usually you feel that there is enough disclosed information in there for your analysis?

A: When it comes to non-green emission, yes. When it comes to green emission, we require further documentation.

S: Ok I see. And so, do you consider the different pillars from environmental, social and governance equally or is it something that's maybe vary, under the weight different according to ?

A: No equally. Of course, according to the industry you're working in, there will be a different weight because it's related to the industry of course. But if not, they are all equally weighted.

S: Ok and so are you also responsible to do some valuation of the companies or?

A: Yes a first draft I would say.

S: ok and in those valuations do you consider those ESG information? Or is it only focused on the financial information?

A: It's only focused on financial information.

S ok I see. So, you were mentioning that for common investments, it's only a ticking the box approach then. It's really filling the information required by the company right?

A: Yeah, that's sort of.

S: But it's done for each investment?

A: Yeah definitely.

S: ok and so, is there any potential factor that influence the information that you use? So you were mentioning that if it's a green bond or a normal bond, it's something that differs. Maybe also the industry. Is there something else that maybe influence the way that you look at this information?

A: No I think it's quite a standardized approach honestly based of course as you said on the industry and on the type of instruments we are working with, then the approach is quite standard, I would say.

S: Ok I see and so recently so due to the pandemic have you seen and have you felt maybe a different consideration and different approach to ESG? Or is it just the same as before?

A: No I would say, it has increased a lot, but I don't think it's related to the pandemic. It's a more of a trend that is growing, taking into consideration all the effects that we have been watching more and more on our planet. But in my opinion, I don't think that the pandemic has accelerated this topic. It was already accelerating, and it will grow and grow also in the future.

S: Ok and so for the bonds, do you feel that, I mean looking backwards, that the use of ESG information really brings value to the analysis that you do? Or is it maybe just to ok to say you consider that information, but in the end for the investment itself, it is maybe not that relevant?

A: No, I think it adds value in the sense that whenever you judge an investment, you don't only look at the economical return, but you look at the overall impact that it could have in the society or in the environment that it fits in. So yes, I would say that it has a broader approach rather than only the financial one, definitely. It's also strategic for example.

S: Yeah ok I see and I don't know if you are also familiar with the different regulations about the ESG? So, for instance maybe the European taxonomy that aims to define, I mean, what's a green investment and not?

A: Not really unfortunately.

S: No problem. I will not deep dive into that then. And maybe I was also wondering is there maybe any barrier within the institution for you to consider that information? So maybe a lack of data, maybe lack of demand?

A: No I would say that the biggest difference, as I told you before, is between listed and non-listed company. But in that case, it's also like in terms of financial data. It's harder to get financial data for a non-listed company. So, it's quite related but since the company is our client, and normally we have a close relationship with them. So they are quite open to share all the necessary documentation with us because we are working with them towards a common objective. So I wouldn't say it's hard to get that type of information.

S: Ok, I think that's great and so you're mentioning that maybe sometimes there is lacking financial data for smaller companies. Is the use of ESG information could in some sorts replace the lack maybe sometimes of information in terms of financial data?

A: Honestly, I don't think so because like the ESG data are very useful under a strategic point of view. But under a financial point of view, it's harder to reflect ESG data. So, on a certain point of way I wouldn't say that.

S: Ok and so in the end, you consider ESG information but is it for red flagging or is it like just to have a quick check on it? I mean what use that information has in your overall assessment?

A: Ok I would say it's more under, let's say, a business plan point of view, under a strategic point of view to be sure that the company itself will be involved in developing something sustainable for the planet. It's like you want to be involved in an investment that has a positive impact, so that's the overall thinking that you use when you evaluate ESG data. And then of course, you will need to have the approval from the management. So, you need to have the tick and the flag. But it's not just that of course.

S: Absolutely ok. I imagine but in case that the information raises questions, I guess that might be enough to you know to maybe a further assessment or something.

A: what do you mean sorry?

S: I was saying that if you see that ESG data is not properly considered and there might be a risk in terms of ESG data, maybe it might push you to further research for information.

A: Definitely yes.

S: Ok I see. As I understand, your situation is different than portfolio managers investing in specific companies with ESG strategies.

A: Yes, when you ask me some specific questions, for example, on the use of ESG. I'm sure that you will receive different answers from the portfolio managers because I'm sure for them it's way harder to get access to the information because they want to invest in the company. So, the company doesn't have a positive approach towards them, instead for us, banks working with them, they are very open to share and they're more than willing to give us all data.

S: Yes and I think it's also good for me to have another point of view from the from the bond side to see how it works. It's definitely useful to see that cooperation definitely helps to remove some barriers to access the information. And that the information is also considered on your side for different bonds but also from normal bonds. So maybe is there something else in terms of ESG, another practice that you do that I should be aware of? Or any other information that I should be aware of?

A: No I would not add more.

S: Ok maybe just quickly I was thinking maybe to have a look at the green bonds that you were mentioning. So maybe could you explain me in what way the consideration for ESG is different and maybe what information is added or not? And what are the big differences in terms of ESG between normal bonds and ESG bonds?

A: Well, you can find it also online because they're probably they're described. Green bonds you can find all the characteristics in details but, grosso modo, you need to have a proof that the company will use that money for an investment that complies with the ESG rules of the stated by the United Nations, the 12 pillars of the United Nations. In that case you can consider that one as a green bond. For example, it's extremely common in the real estate industry because you will build of course buildings that comply with the ESG characteristics.

S: Ok I see. Well thank you very much for the information.

A: You are welcome!

S: It was very good to have another approach and the view from the bond side.

A: You're welcome, my pleasure to help and I just ask you, then I will fill in but I will put to stay anonymous.

S: Ok. You can just say it, it's not an issue. I'll send you the documents and then I will add the line that you want to stay anonymous within.

A: Thank you a lot and if you may have any further questions do not hesitate to contact.

S: Sure, I will!

Appendix 9: Thematic fund manager, Sustainable asset management company

S: It should be recording. So, as an introduction, I will just present myself and a bit my research. I am Sam, I am a second-year master student in the Louvain school of management, which is a university in Belgium. As part of my major in sustainable development for companies, I've taken a course in sustainable finance and I'm currently doing my master thesis in link with ESG data and the use of ESG data by investors. Also, I'm investigating the publication of these data by companies. So, I'm really looking to see if the information published is really matching the needs of investors, that would be the overall idea of my thesis.

A: Ok.

S: Maybe as an introduction could you introduce yourself?

A: So, I am from XXX, I am an engineer but then I have been always working in the financial sector. I started as a fixed income research analyst in XXX and then I switched to equity portfolio management in XXX. After XXX years there, I decided to pursue a MBA specialized in finance but also in social entrepreneurship, impact investing, impact

measurement, things like this. I did it in XXX in XXX Business school. And after that I found a job here in Brussels in XXX. And it's been more than XXX years, that I am working here, as part of the global thematic equities and as you know XXX is a pioneer in ESG. And I'm specifically in charge of the gender and diversity fund.

S: Ok cool thank you very much. So, I saw that XXX is part of a numerous initiative for responsible investments such as the United Nations principles for responsible investments and other initiatives. What is the motivation behind the participation to these initiatives? What is the goal?

A: This is my personal view, I don't know if it's because I wasn't there when they decided to pursue all these charters but I think it's part of the DNA of XXX. They have been signatories of these, but they have been also pioneering. They were one of the first investors in green bonds, things like this. They have developed a lot of research. So, I guess it's really at the core and then our CEO has also all the impact investing and things like this at the heart. So, I think it's aligned the views with the whole institution.

S: Yes ok I see. And could you describe me your typical investment process? So basically, what information you use, what are the main steps of your investment process at XXX?

A: Well, we have an in-house ESG department which is very very large, very big. Of course, they do their own research, but they also leverage on other external suppliers of information. So, it's like you gather a lot of external information but also that serves as a point of departure and then we have our own ESG analysis and that's the basis for our decisions. So, we have some exclusions that are basic. For example, tobacco or armament, this is at the core. And then all the funds will be excluding these types of controversial activities. But of course, there are like layers, let's say, because you have ESG funds and non-ESG funds. Even if all of them exclude some basic activities. But then, of course, as you go down it depends on if it's article eight or if it is labeled Febelfin, things like this. So, it depends on the different levels of approach in terms of ESG.

S: Yes, ok and so you always consider ESG within your investment decisions, right?

A: Yes, because it's part of it but of course it has been evolving, you know, through time. Maybe in the beginning, I don't know, maybe alcohol wasn't that bad but then through time it has evolved and then now maybe it's something that is becoming more and more relevant. Or, I don't know, coal maybe the threshold was larger and now it's coming down up to the point that maybe it's completely excluded. So, I think it's evolving you cannot say that the exclusions today were the same that the exclusions 20 years ago or 10 years ago.

S: Ok so if I understand well, so there is for every fund a first exclusion, the minimum for XXX, and then based on the type of fund that you have, you have more specific uses of ESG data. So that would be for instance best-in-class, is that right?

A: Yes, we have best-in-class but we also have best-in universe and thematic, specific.

S: And is this information directly integrated within the financial valuation of companies?

A: Yes, in our case, like in my team, yes and I think it's the case for other teams. We do embed part of this in in-house ESG scores. We do embed them into the analysis and even in the valuation of the companies and that of course has an impact on your portfolio construction.

S: Yes, and this integration, is it like in terms of revenues, cost of capital or risk?

A: Yes, I mean it's mostly in the cost of capital. It will have an impact to demonstrate the risk, right? If you're seeing more and more risk, of course, you will have a higher cost of capital.

S: Yes, ok great. You were mentioning that the ESG team use their own research and also data from the data providers. Do you know how this happens in general? Is it like they first use those external providers and then if they lack of something they do extra research or do they always combine both? Do they always do their own research and sometimes use external research?

A: I think it's a mix because, of course, they adapt with their own in-house process, but I think maybe somebody in the ESG team will be more knowledgeable to explain the whole process. Because I'm just the fund manager and I just received the information. It's not like doing the data crunching, you know.

S: Yes, and so what type of information do you receive? Is it like a rating? Is it more detailed?

A: Yes ratings, scores. And then of course, you have some sub criteria with some other for you to have some granularity you know. Like: why is this score high or low? You have some granularity there. Like ok, it's the E and that is because resource depletion. Or it's because of the S or the G and then some sub things that you can easily look at.

S: Ok, so it's much more the use of everything. Is it something that is really interesting for you to use those ratings? I mean sometimes it might be too limited to have a rating. I don't know, how you feel about that in your day-to-day use. Would you need more details or rating is enough?

A: No, I think it's a point of departure of course there are some areas of improvement, like everything, but it's not something in XXX. I think it is something in the whole industry, you don't have any homogeneity and that is a big problem. For the moment for us, it has been working well but of course, as I said, it is something that is evolving in time and it is constantly moving and changing.

S: Yes, exactly ok. And so, since you receive those ratings, I guess you are not using the CSR reports of companies. You're not using them, is that right?

A: Yes, I mean they use it in the ESG team of course. It is not like blindsided to say: Yes, just because an external provider says this. No, of course, you have to check if it is true and I am sure they are doing this. And they also have engagement, they also have dialogues with the company. So, it's not just the scores, it's a very extensive analysis.

S: But I meant you personally don't use them.

A: I do also. It's the same, I mean, I am the fund manager and imagine if something explodes in the portfolio. I am not going to say that is because of the ESG scores. No, it is also a work for me to make sure that everything is ok.

S: So, do you have a day-to-day follow-up of the companies in the portfolio?

A: On the news flow, yes because I have some alerts, for example, in Bloomberg now. And then you can see if there is something happening. But yes, we are always checking for controversies, things like this.

S: Yes, I imagine. Why do you integrate this information? Is it because it is part of the values? Is it because it is demanded by investors? Is it for a better return? Is it for more accurate forecasts? What is the reason behind this use of information?

A: Because I think that you cannot longer exclude the financial impact and the impact per se. Like every decision you take in life has a positive or negative impact. Then, of course, sustainability is something that is now becoming mainstream and there is all this hype. But then, everything is greenwashing, I understand, but I think it is far further than that. It is something that impacts your business, that impacts the communities. That, of course, is reputational risk. I mean, everything is connected and of course that has a financial impact if you're doing something wrong in a community, you might have a fine, you might have to invest. You see, so it's something that you need to embed and we have been seeing that separately and that is the problem of the economies of the 70s, and we continue to live in this model of the 70s. You need to evolve, I mean. And finally, you know, they're coming to realize that it was all connected, but I think there's a lot of work to do.

S: Ok and you as a thematic fund manager, do you feel that it is also an opportunity for you to invest in more thematic sectors?

A: Yes and no. I mean, if you base your decisions of investment just on the data, you might have some trouble because, in the end, as I said, now everything is green, everything. And then all of a sudden, all the companies are contributing to SDGs. So, in any case it's like crowded trades and then you end up buying all everything the same because now everything is to see. It's yes and no because you have more granularity and more transparency, but in any case, you still need to separate the good from the bad, what's greenwashing and what's real really green and really contributing positively.

S: Yes ok. And as part of your investments, I understand that you receive those ratings from the ESG team, but do you also sometimes use your personal opinion on a company that maybe you

feel that they're not, although the rating says something that you feel it is not that correct. Is it something that happens? and if so, what do you do in this case?

A: Yes, I think part of the ESG is that it is very subjective and, of course, I think a problem in the industry is that it is something new, that even analysts didn't study sustainability, they are not so knowledgeable and all of a sudden, they have to analyze and assess ESG. So, you see that is also a problem because we are lacking talent or knowledgeable people. And then, I think this is why I'm saying it is something that needs to evolve, and this is why there is not a proper homogeneity. So, there are a lot of troubles but in my case, because this is something that I am very passionate about and I have studied a lot so of course sometimes I do not agree. And there are things that, for me, are kind of core. Let's say Nestlé. Nestlé could be very green in a lot of things, but they have a lot of controversies in child labor, and I have dear friends from Congo. So, they tell me what is happening in there, you know. So, it's something I will never invest in, just because child labor is something that is unacceptable in my head. So even if it will be super green and super high score, I will never put any money in there. But I mean I think that it is also a link with the values of the fund manager and ESG and also the level of expertise. It's a combination, this is why it's very variable.

S: Yes ok I see. Internally, do they receive enough trainings and information according to you? To maybe align on those definitions of ESG or is it something that is much more based on your personal expertise and experience?

A: Yes, of course. There's a minimum, for example, I don't know if you heard, but there is a training. So, it is the minimum basis that you should be aligned to have the same concepts in mind. And, of course, we have investment committees with ESG and it has to be approved. So in any case, we have a lot of communication and of course you can always approach the ESG team. They are divided by sectors, so they're knowledgeable in what they're doing. But again, I think that the final decision also comes with the fund manager. If some company is approved but you feel like there's still something wrong, I mean it's a personal decision. And I think that happens all around the globe if you have a fund manager that he has lost his mother because of, I don't know, lung cancer and then he hates tobacco. Even if they have a proven approval of the tobacco, it's something personal. So, I think it's like that ok.

S: Ok, and in terms of portfolio construction do you sometimes adapt your portfolio construction based on ESG information? Or is it mostly due to financial?

A: No everything is connected, as I said, because, well, first we have the exclusions per se. So, you need to respect them and then you have the scores that are embedded into the financials in any case and that's embedded into the valuation. And of course, the valuation contributes to the portfolio construction so it's like several steps that are all connected, and that portfolio construction is the result of all the previous steps incorporating ESG.

S: Ok and do you also sell some positions due to maybe ESG controversies?

A: Yes of course. Because the ESG team is constantly updating the scores and because they also have these dialogues, these engagements, these policies you know. So, every month, we receive the update and if there's something that is now excluded, you need to act. We have one month or two maximum to get rid of those positions. And as I said, also sometimes you can have new exclusions like maybe before they were not exclusion but then all of a sudden now for the whole company they decided that: ok now XXX is no longer investing in x and then again you have to get rid of those positions.

S: Ok I see. I would like now to a bit investigate with you maybe some potential factors that influence your consideration of ESG information. For instance, does the economic outlook influence your use of ESG information? I mean when a crisis is happening, to take the example with the current pandemic that we have, and some crisis linked to that. Is it something that makes you reconsider your use ESG information and maybe make you use that information differently?

A: I don't know if I got the the question right. For example, with Covid, how do we incorporate the changes?

S: Well, the question is does when a crisis happens such as Covid-19, do you adapt your use of ESG information? Do you further rely on ESG information? Do you maybe consider less ESG

information? Do you consider maybe more some parts of ESG and less other parts?

A: No, I mean it's part of the process and it won't change, it doesn't matter. As I said, it's something that is core to XXX, the ESG, so it would not take more or less importance.

S: Ok great. I don't know if you are knowledgeable about the current regulation happening in Europe with the European taxonomy? So, can I go a bit with you in those details and ask you some questions on that?

A: Yes.

S: Ok so first, as an introduction, what do you think about the future regulation in terms of sustainable investment?

A: I think it's a good sign that they are taking action finally. Because it was lacking a lot of this. As I have been repeating, nothing is homogeneous. Now at least with a taxonomy, you have a framework on what you could go for there. But again, I think it's just the top of the iceberg and it needs a lot of evolution and I'm hopeful that it will continue to evolve on the positive side, but I think there's a long way to go still.

S: Do you feel that taxonomy is not sufficient to really invest sustainably?

A: I mean it's a good point of departure, but as I said there is a lot more to do. For example, the KPIs because it's not enough to say, "yes ok this is the taxonomy". You have also to say ok how do you measure it correctly and how do you report it correctly. So, it's just the first layer, the taxonomy but then there are some layers that in any case you need to put more of a framework on those processes as well.

S: Yes ok. and do you plan to adapt your practices and portfolio according to the taxonomy?

A: Yes, I mean it's part of the regulation so of course you need to, it's enforced.

S: Yes, so you see that positively.

A: Yes .

S: Ok and in general, do you see any potential barrier to the integration and use of ESG information?

A: I think a barrier would be that we will all end with the same crowded trades because now everything will be aligned and then maybe we end up with the same portfolios. So that would be.

S: And in terms of information, do you feel that you always get enough information on companies?

A: No.

S: Could you give me maybe an example on that and also some reasons for that?

A: I think we have seen a lot of evolution and also, it's important to mention that I am a global investor. Ok so I'm not only investing in Europe. So, I can compare the regions. I can tell, for example, in emerging markets there is a huge way to go. If you tell me what's happening in Latin America, there's a long way to go in terms of disclosure, transparency, regulation,... And Japan is also evolving a lot but still there's a lot of room to do, especially in gender and diversity for example. Europe is an avant-garde in that sense because they have been one of the first movers and they have their regulation put in place, things like this. But if you compare it with the US, there may be well advance in the E, but they are missing in the S. So, I think it's you cannot just say ok everything is the same, you need to be region specific.

S: Ok so you adapt your consideration and use of information based on the region that you are focusing on?

A: No, what I meant for example I'm global right, so in a sector I will compare the global companies that are within the sector. But of course, I realized like your question was what do you think. What is missing or something if I get enough information. No, I mean there are companies that are not disclosing. Of course, you see some less disclosure specifically on gender and diversity, for example, in Japan than what you see in Europe. So, I'm talking in a global way. I think there's always room for improvement ,especially, for example, in terms

of diversity. That's a big topic that I think we have been moving a lot in the E, and also because E is easier to measure right. You could easily say ok these were my emissions, so now I have reduced them in x percent. That's super easy. So, this was just like the low hanging fruit for all the companies, just go there. The use of energy or the waste is something tangible, it's something easy. But in terms of the S for example or the governance is not so easy you see. Of course, there's a lot of room.

S: Yes, ok I see. As I understand, you always take the same process whatever the company and also for foreign companies, right? And do you also plan maybe to extrapolate the taxonomy to foreign investments?

A: That I cannot respond. I don't know. That's the decision of the ESG team. As I said I'm just a fund manager and this is for out of my scope.

S: I'm thinking you were mentioning an interesting point that social information is less easy.

A: How do you measure the well-being of your employees? How do you measure the motivation? How do you measure the... You see it's not so easy.

S: Definitely so it's much more qualitative would you say that?

A: It's more qualitative and for example the E, it's super easy. It's measurable and it's quantitative because it's just emissions, energy and waste. Like the waste produced ok easy.

S: So, what do you do for social information? Do you talk with people? Is it based on your experience? Do you look for the maybe the policies instead of the numbers?

A: I mean there's for example, as I manage the gender and diversity fund. In this case the low-hanging fruit is the percentage of women, that's super easy. So, it's the percentage of women that is in the workforce or in the board but for me, that's not enough. Because in any case, what's this percentage? If you don't have like a proper framework on what are the promotions, the gender gap, the pay gap, this is a huge topic that nobody's talking about and they don't even disclose the pay gap because it's so huge that of course they don't want to disclose it. And that's only gender but not to mention diversity, it's also another sensitive topic.

So, there's a lot of things and of course you can see things you know like the maternity and paternity leave, the flexible work, things like this. But it's not so easy and not so widespread let's say. As I mentioned now if you look the number of companies that had already put in place a reduction in CO2 emissions or in energy waste, I think it's a hundred percent. You will find it everywhere like 99% the companies have targets, specific targets on energy reduction but nobody has specific targets on the S. It's evolving but, because it's not so easy also sometimes the board they are entrenched for three years so it's not like all of a sudden you can just put somebody there. Sometimes even if you want to push this percentage of female in your workforce, sometimes you don't have the talent you know. If you are a tech company sometimes the pool of talent like female talent is not even there. So it takes more time to just say like ok from tomorrow I will have 50% women, it's not the case.

S: Ok so it's much more policies rather than just numbers, to look what they really do behind.

A: Policies but also like the situation sometimes. As I said the talent is not there, sometimes women they don't even want to work. For example, they want to stay part-time and they don't want to get promoted just because they don't want to. They want to continue part-time and it's not so easy.

S: Less straightforward.

A: Exactly exactly.

S: Ok I see great. So, I think we covered most of the questions that I had for you. I don't know if there is something that you feel is missing in our interview or something that I should be aware of that you do in your day-to-day practices with ESG?

A: I think, for example, ESG has a lot of room for improvement but in any case you can see already a very positive impact in the sense that, just to give you an example, back into 2012, there were only 20% percent of the companies in the S&P with a sustainability report. And now it's almost 100% percent, almost every company is doing a sustainability report. So even if, yes maybe it's greenwashing and maybe there's room for improvement, but at least it's something that we're getting there. At least, there are some targets even if it's not enough because 2050 is like far. We need to have those now. We don't have 30 years to go to

these targets. But at least you're seeing that, and I guess now with Covid we've seen more and more focus into the S and because it has widespread the inequalities. And of course even women were the most affected, so you see. I think now the attention will get there and with movements like "me too" or "Black Lives Matter" things like this, there's more and more attention to diversity and I think this will be the second leg of the ESG movement. And this is why I'm hopeful not that we're doing something and it's really moving.

S: Yes so those are the next developments needed.

A: It's my personal opinion and I'm hoping for that but yes.

S: Ok and if I can end with that, in terms of disclosure of social information. What is really missing, is it the numbers? Is it the the policies? Is it more qualitative or quantitative information that is missing for you? I mean in your opinion?

A: I think it's a matter of how do you quantify the qualitative things ok.

S: Ok, great thanks. So that's pretty it for me so if it's fine for you I will just end the recording here.

A: ok perfect thank you.

Appendix 10: ESG analyst, Triodos

S: Ok so just to give you a bit of context, I'm a second year master student at the Louvain School of Management here in Belgium. My major is in sustainable businesses and, as part of it, I had a course on sustainable finance and I'm doing my master thesis on ESG data, the publication of ESG data by companies but also the use of these data by professional investors, analysts, asset managers, you name it. And I'm trying to see also some potential influences on this use so maybe legislation or other influences.

C: Ok and what is your research question for your thesis?

S: Well basically, it's not yet perfectly defined but it's overall it's the use of ESG data by investors and its influence. That's the current state of mind that I have for that. So as an introduction maybe could you present yourself quickly?

C: Sure, so my name is Caithlin, I've been working at Triodos bank since last year. I actually have a background in real estate, and I studied engineering before that, so I took a bit of an unconventional path there. But I'm working as a sustainability analyst at Triodos investment management. So, it's part of Triodos bank but I focus on five funds that we have which are a mix of equities and bonds and I work mainly on the equities research. So, we invest in listed companies globally but mainly in North America, Japan and Europe so those are our main focuses. So, we have a mix of investment analysts that focus more on financials and some others focus more on sustainability. So, I was sustainability consultants prior and therefore I focus more on sustainability research. So, yes happy to tell you all about our methods and what we do.

S: Yes ok we will deep dive into that. Before we start, I saw that Triodos is part of various responsible investment initiatives such as the principles for responsible investments and others. Maybe could you tell me if you know the rationale to be part of those initiatives?

C: Yes, there are so many initiatives I don't even keep track of all of it. So, it's kind of spread out across all our departments. Yes, we are with indeed a PRI and we're also now drafting our first TCFD reporting, we use SASB, we're also involved in setting the EU legislation for sustainability and I don't even know there's so many initiatives.

S: Yes, maybe could it describe me the the typical investment process at Triodos? What information is considered? When is it considered? When is your analysis used by asset managers?

C: Yes sure. Maybe I even have a presentation on this. Let me look if I can find a powerpoint somewhere. It's somewhere in my email box. It's the presentation that the fund managers always use to present the funds and they've just been updated.

S: Ok.

C: Yes, there it is. Let me just share my screen then. So, this is just one of the funds we have, so this is the fund. Our first step in our investment process is like a quick check where we kind of look at the first impression of a company and we want to see a fit with one of these seven investment themes. So, these are themes for positive impact and how we see it. So, sustainable food in agriculture is about using mostly organic food. It is what we what we promote here, but also any other supporting process that might support sustainable food and agriculture. Renewable resource theme is really about sustainable energy use. So obviously solar panels but we also look at bio-based materials and water efficiency here. And then circular economy is about closing the loop of waste and recycling so there's some overlap between these two. I must say it's difficult to find companies that are purely focused on circular economy so that's always a challenge.

S: I can imagine.

C: Sustainable mobility and infrastructure is about, on the one hand, sustainable buildings and on the other hand, electric mobility. So electric vehicles, for example, but also public transport and some companies that are more in the train segments. Innovation for sustainability is a lot of IT companies where we see them having potentially positive effects. For example, DocuSign which enables people to avoid having to print contracts but rather they just sign it digitally. Those kind of tech companies are in this theme. And this one is about healthcare, health people but also companies that maybe promote a healthy lifestyle. And the final one is companies where we see them somehow empowering people that might not be able to participate in society. So, this could be either social housing but also companies that promote jobs for disabled people or have score good on diversity and inclusion. Those are the seven investment themes.

S: Ok.

C: I don't even know what else. Now here are some of the labels we have.

S: Yes.

C: Oh, look at that. It's a whole list of all the different sustainable finance initiatives. So, we are a CDP member as well so we also use CDP in our research.

S:OK.

C: Yes, that's really great they have a disclosure on not only carbon emissions nowadays but also deforestation and water. And yes, I would say that's a very good source.

S: If I can jump on this, could you maybe tell me what are the typical sources that you use for your analysis? Is it mainly data providers such as CDP, SASB, Sustainalytics or MSCI or do you use directly companies reports? What is the typical source of information that you use?

C: Yes, I would say the first source, so in this first step, we would just look at also the company data. But we have a data provider which is called ISS. Yes we use these two tools. Oh, wait you cannot see my screen. Just a second let me see if I can share my screen instead of the file I just had. Yes. Can you see my screen now?

S: Yes.

C: Ok so this is ISS data desk, I might as well just show you because then you get a feeling of what it looks like. So here you have a screening function, for example, just working on this company, let's say we have Danone. It's a bit slow but you would see here involvement in alcohol or oil or energy. So, this kind of gives a first impression of any involvement in topics related to sustainability that we would find interesting.

S: Is that mainly potential controversies or is it also like good topics?

C: No this is really negative.

S: Ok

C: So, you see here the revenue share, that's also based on activities. And at a later stage, we would look at other data from ISS, so this is like a tool from them which is called data desk. This integrated into our own system, so we don't have to ask this. It just loads automatically into our own online system. In a later stage we would also use Orbits which has more granular data.

S: So, usually you focus on those companies at the demand of maybe the fund manager that asks you to look at this company?

C: No, it's really coming from the investment analysts. Yes the idea generations, so the first step, this step where we kind of do the first scan, it's really we have a team of 12 investment analysts and we all together can come up with ideas. It can come from the fund managers, but it can also come from the analyst team.

S: Ok. Is it always investing in those seven themes, so you are always looking for positive impact with your investments?

C: Exactly. So, it's purely impact investing. I mean ,if you just have an oil company it would not even pass this because we really want to see a positive impact on one of these themes.

S: Ok.

C: So, this kind of shows our approach because some companies they only look at, you know, best-in-class which would be looking at the score of a company and then saying: Ok the one that has a high score on a certain list, we would choose that company. But we really look at what the company actually does, which is of course a difference.

S: You're really into sustainable opportunities and investing. But those seven pillars that you are mentioning, the definition is much more based on Triodos' expertise?

C: Yes, we have a paper on it, I can send it over after this, it might be interesting. This is our transition themes which is more into details on how we define these transition themes. So, let me get an example. Here, for example, for sustainable food we say we focus on sustainable food production and food consumption, sustainable technology, food waste reduction, so every theme is kind of worked out to which SDG it contributes and what we define to be part of that theme. That is really our own developed standard.

S: That's cool so based on that, when you're selecting a company, you will go into ISS to search for data that reports on that for the company.

C: Yes, I think this slide gives a better idea maybe of the process. So, first, we would look at the positive inclusion. So, we look at like does it contribute to one of these seven themes? Is it like a positive impact company? Does it fit in our themes? So, an idea can come from anywhere, so it can come from anyone also. We also discuss it within the entire team to see if everyone agrees it's a good idea. And after that's proved as a first idea, we would look at the negative screening which are Triodos' minimum standards. So, this is the step where most companies would not meet our standards because we're really strict on this. That would be based on, let me see if we have a slide on this. Yes, so this is the screening.

S: Ok.

C: So, zero percent Weapons, zero percent nuclear energy, max five percent tobacco, gambling so that's clearly more related to activities, looking at the revenues. But then we also look at processes. For example, we are really strict on animal testing. We don't want any animal testing that is not medically necessary there. We don't want any biomass energy produced from food for example. So, I would say we're really stricter than other investment management companies in this step. I can also send you some info on these minimum standards because it's quite extensive. Just to give you an idea, it's this whole list of alcohol, cannabis, arms, animal testing, corporate governance, biodiversity, raw materials use, water scarcity. So, it's a whole list of topics.

S: I was also seeing that you have the precautionary pillar. So, is it much more for red flagging potential issues?

C: Yes I must say this slides how they have categorized it we don't really use these categories, we just all throw it on one heap and check all of it. So, for example for human rights, we want to see a human rights policy, we want to see anti-corruption, anti-bribery and we check all of these things on controversies and policies.

S: Ok, you always do that using data from ISS or maybe sometimes you need to use other data?

C: Yes, I wanted to show you the ISS. So, this is what ISS looks like. Ok, name a company, a big company you like, just randomly.

S: You can still use Danone, it's fine.

C: Ok sure. So here we have already a lot of information available. So here you see, for Danone for example, some key issues based on the sector, on labor standards, customer health and safety, impact on soil biodiversity, mitigation of climate impacts and conservation of ecosystems and water. So here you can see how, the company here is in dark blue and then you see the industry average. The sector is in the light blue and you can see how the company is doing in comparison. And also, here the distribution of the ratings. But as I mentioned we don't just look at the ratings because we think if you just look at the score, you're going to get a bias towards very large companies. Because often very large companies, they have a lot of policies in place and they have a lot of people working to get the highest score here. So, you would really look at ok what is down there. For example, human rights you can see here: is there a policy on human rights? Yes, they refer to the UN global compact and they have also a supplier standard, down the supply chain where they also ask their suppliers to adhere to these rights. Apparently, they don't do due diligence on it. So, those are the kind of things you would look at from ISS data and there we're really checking our own standards. So, in our own standards we have to find what are human rights, what do we want to see here. So, let's see policy on future diligence and preferably we'd like to see them having signed the UN global compact. So, we would use the data from ISS to check our own standards and on the controversies, we would usually not use this data. Because, for example, here they don't show any controversies, we feel like they're not very good at capturing controversies. Yes, they have a controversy assessment here, here they also rates if it's a potential controversy moderate, severe or very severe. So they give a rating but not a lot is captured here and it's a bit slow

because they update this once a year. So, it's not very common so we have another tool for that. If I'm going too quick, let me know I'm just trying to show you everything.

S: No, no worries. It's really nice.

C: Ok good. Yes, so this is called Insight 360 from True Value Labs.

S: Ok so this is the second source that you use for controversies.

C: Yes, so this is the second source we use for controversies indeed. So ,it's also good to have both of these sources. So here you can let's go type in a company name and here it's quite nice if it's working. I don't know what's going on.

S: So, this is where you get more granular data on controversies.

C: Yes, so what you get here is where they actually check in real time all the data on this company. So, they scrape the web to find information on this company. So, this is like a time range from 2016, that's when they started, until 2021. And you can see this bar here gives like if it's positive news or negative news. So, you can check like what kind of news was here and you can see here any news article where the company was named.

S: Ok. That's good and is there another source you're also mentioning CDP do you use that also in your analysis?

C: Yes. So, we would usually check CDP as part of the climate change. So, we would check the minimum standards. Those are sustainability standards and then we assess how the company is doing on climate change. I don't always use it.

S: Ok. What makes you use it? Is it like concerns about the company?

C: Yes. Usually if there's concerns, exactly. Because if a company has already set science-based targets then usually we are thinking: "ok it's fine". Here you can get like really detailed data.

S: But in the end you don't really go often on the CSR reports of companies?

C: Also, yes. So we really use a lot of sources. We would look at CDP if we really want to get details but of course we always start with a company sustainability report. So, that's just publicly available on the websites.

S: You use that as a start before going into ISS or true value and CDP.

C: Well, I don't know if there's not really an order in which we use it. We use all sources so I would say ISS data is really reliable and it's nice that they have kind of broken it down into the relevant topics. Because usually in sustainability reports, it's less organized because every company kind of uses the sustainability reports. However, they see it fit to format it. So, it's not a consistent format I would say. What's nice here is that you really get, you know if you want a company, if you want to know about gender, distribution you find numbers here. Otherwise, you would have to look up in a sustainability report it takes a lot of time to do it manually of course.

S: So, it brings you some kind of standardization of the data.

C: Yes. I think that's really nice that's how they do it.

S: Is there another source that you might use that I should be aware of?

C: We used to use Sustainalytics as a data provider but we stopped using them in 2019. Because Sustainalytics is more risk-based, so they look more sustainability risk, and we really look more at also the positive impacts which is why we switch to this data provider ISS ESG. And other than that, we also look for climate, again we look at science-based targets website. So, the SBTI, I think it's SBTI.org or something. They have um also data on type of targets that companies have set. And finally, bloomberg is also used. So, we have a Bloomberg terminal which has not the best data but they have a lot of information in there as well.

S: Ok so it's really based on the need that you might search on some more websites than others and those providers?

C: Yes, and sometimes even a random google source if you're just wondering if there's anything you cannot really find anything then I would just sometimes just go to Google and see what pops up.

S: Ok and if it's fine for you, can I go maybe a bit more into details about your opinion on the CSR reports of companies?

C: Sure.

S: You were mentioning that indeed there is a lack sometimes of clarity. In the end, what's your opinion, what's your view on those reports?

C: Yes, I mean it's always good to be critical about the source because the source is the company itself so they're always going to state how amazing they're doing and how great they are. So, I mean, based on experience looking at a lot of these reports, of course you get a feeling of what is greenwashing and what is not. That there's a clear issue with standardization of these reports.

S: And how often do you use them?

C: For every company we will look at the sustainability reports. We want to make sure that we don't miss anything.

S: Based on your experience, what is your preferred type of sustainability reports? Like for instance we have seen appearing a lot of integrated reports but also those separated typical CSR reports. Is there any particular type of report that you prefer?

C: Well, to me, it doesn't really matter if it's like integrated or not. I know a lot of people are saying it should be integrated because it's also affecting you know the financial results which is true. But I personally I don't really care too much if it's in the same report or it's not. As long as they present the information in structured way, which would be, you know, not just saying the targets but making a clear distinction between what is a target and what is progress made on these targets and what has already been achieved and also providing data on it.

S: Ok.

C: So, I think that's the most important.

S: Is it sometimes something that is lacking?

C: Yes, they can tell beautiful stories but it's always good to get percentages and hard data. And then be transparent about it, because you can say that your company is doing great but if there's no accountability... And also just stating a target and saying: "oh we're going to be climate neutral by 2030" and then not reporting on the progress until you know it's 10 years later and they have new targets. That's that's a real issue, I think.

S: Yes and do you always get the information that you need? In the end, is there enough public information from companies?

C: No, good that you mentioned this because I haven't mentioned this but if we don't get enough information about our minimum standards, we really go and ask the company. So that's really something we do, which makes our research process very slow sometimes. Topics we would typically ask questions on, as I said, we're really strict on animal testing and often there's not really information about that. So I would really have to ask the company. And another topic would be weapons involvement. We have zero tolerance for weapons and also this kind of information is usually not available.

S: Yes, ok and we also see quite a lot the use of external auditors and assurance for CSR reports. So, it's not mandatory normally but some companies do that, and some don't. Is it something that maybe influence your view on this report?

C: Yes, I think especially for climate change we really look if it's if the data is verified, because that's the topic we're very on top of because we find it very material. Yes, it's a trend that is ongoing. Of course, to have it more assured and I think that's also that would make it a lot more reliable. Yes of course. EU taxonomy is coming so that's I hope that will also give some better disclosure at least here.

S: Yes indeed. I have some questions for that afterwards, but yes I suggest first that we come back maybe to the investment process so I see on the screen. We stopped at the negative screening and then I see integrated analysis. So, how do you combine those ESG data and financial data in the end for your investments?

C: Yes, after we do negative screening which is usually where a lot of companies get cut off, we would go and do our financial analysis. And part of it is really trying to understand the business model of the company and how it's linked to sustainability. For example, if you have a car company with electric vehicles trying to understand how much this will grow and what kind of impact this will have. And then, we really want to include it in our financial modeling. Yes, this is a good summary. So, we have on one hand this ESG data and financial risk data trying to integrate it. For this we use SASB, you know SASB I think.

S: Yes, I do.

C: So, then we would look at: Ok for this company within this sector, we want to look and then we look really on a company level. Usually, we pick five topics that we find to be most material for this company and then give a value, which we are still at a very early stage of doing this. So, we've been starting this last year to really integrate it into financial modeling. So, we look at how they drive four different factors: revenues, invested capital, margins and costs of capital. Of course, this is not a hard science, but this is really trying to determine how the sustainability is driving the financial value of this company. And then after we do that, that's portfolio construction, I'm not involved with that personally that's just looking at the different sectors.

S: Ok, but in general, so it's first you, sustainability analysts and then it goes to the financial analysts that in the end do the recommendation to the portfolio manager?

C: No, actually these three steps, the first step is both financial and sustainability analysts, and I do a bit more of the negative screening, but also financial analysts also do this. So, it's not so much as a hard definition we have. We are all investment analysts. Some just have a bit more focus on sustainability, which I have. So, I also keep up to date on some relevant minimum

standards, so I'm responsible for climate change and nuclear power and a couple of other subjects. Then, financial analysts do a bit more of this, but I also do the financial modeling and I also do the integration. We always have two people working on these first three steps and then a portfolio manager comes in on the fourth step and he does the portfolio construction.

S: Ok, and in the financial analysis, do you also use multiples of other companies? And if so, do you use multiples of companies with similar ESG performance?

C: Well yes, but it's more to assess relative performance. It's not really something that we think, if you compare the sustainability of one company to another company, it gets let's say biased saying that: "ok so they're all doing bad but then this one is doing a little bit better". So, we always try to look at it more of an absolute standpoint. So more on a company per company basis.

S: Yes, ok and in terms of influence, is there something that might influence your consideration for those ESG data? Maybe I don't know, obviously I guess the type of industry since you're using materiality, but maybe the economic outlook. Is that something that influence your consideration for those data? Or maybe, for instance recently, with the pandemic is this something that make you reconsider or consider differently those data?

C: Yes, well with the pandemic I mean that's maybe the last step. For example, we're invested in Roche and there were some controversies. I don't know exactly what it was but about them not supplying certain materials which were needed for vaccine production or something like that. We also on an ongoing basis, we use the data from True Value labs, so that's the artificial intelligence to monitor what's going on with companies. So, during Covid, it has been very interesting to see also if companies stopped paying dividends and if there were for example in the apparel sector, you saw that there was a lot of issues with companies down the supply chain not getting paid and that would really be a reason for us. For example, for Roche, we sent a letter to them saying that we do not approve of their practices there and if there's a big enough controversy that would be a reason for us. We always first try to engage with the company but if there's no movements we would just divest at some point.

S: Ok and how often do you look at these news on companies?

C: Really daily. We have divided it. Everyone has their own sectors; all analysts have their own sectors and we get these emails automatically from True Value labs about these controversies. So, we look at them daily and then we make a judgment call on it in the weekly meeting, we would assess if it's a major issue or not.

S: Ok I see that your process is really extensive for each company that you analyze. Is it something also that might be a barrier sometimes that you cannot analyze every company that you would like? Or in general your analysis is really enough to determine what you need?

C: What's your question exactly?

S: I mean, in the end, if you are able to analyze every company that you would like?

C: Yes, our process is pretty slow, but I think that's because that's also a choice that has been made by Triodos, that this is a topic that we really value, and we really do our own in-house research on it which of course takes a lot more time than just looking at this ESG score and saying: Ok they have a high score, so we're going to invest in them. So, definitely our investment process is slow because of this but also, we're not really willing to change that because it's really found very valuable. And we're hiring more people now so some sustainability analysts joining, hopefully speeding up the process a little bit.

S: That's good. Now I'd like to talk to you a bit about the European context and all the legislation and also taxonomy. So first as a general question, how do you see future regulation with regards to sustainable finance?

C: Yes. I think it's very interesting, what's happening right now. Let me just stop sharing my screen, so that I can see you. Yes, I think it's very interesting what's going on with the EU regulation. I mean it's not perfect. It's going to also give us a lot more work, I think in terms of data collection and reporting. But for us, we already do a lot, so I think that's an advantage we have. The process for the EU SFDR is quite similar to what I just showed you. It's looking at companies first that make a positive contribution, then looking at do no significant harm so that's kind of similar to our minimum standards and then looking at the

minimum safeguards which would be our checking of the human rights policies and labor rights policies. So, most of it is already included it's just another hassle to make sure the reporting gets done.

S: Ok and what's your opinion on the taxonomy? You were mentioning at first that it would bring standardization. What's your opinion on that?

C: The opinion on what sorry?

S: On the EU taxonomy.

C: It's very detailed. I think It's good that it is going to become one language of what is sustainable. Right now, they only have the environmental side worked out and I'm quite interested to see also the social sides, social topics being worked out because I think that's going to be more of a challenge. But in general, I'm very positive that this is happening and it's interesting to see what is defined as sustainable. Because we have very very broad definition of it.

S: Ok so will you adapt? And will that taxonomy influence your practices in general?

C: At the moment we're not really adapting the way we do our process. So, there is a committee working on the implementation of this regulation. The thing that has changed is that we didn't really look at climate risk as we looked at the climate risk of the companies we invested in. But we really didn't look at, let's say, outside in climate risk. So, as I mentioned the TCFD reports will be issued soon, so that's a part of what has changed and mostly not within my own departments, a lot is changing but because for listed companies we already do this extensive process of the minimum standards. But right now, on the side private debt and equity, so that's another department, they are changing their process to better implement these minimum standards, to meet the EU requirements.

S: Ok and all this investment process, those researches but also those mostly legislations from the taxonomy are you going to use them and consider them also for foreign investment? By foreign, I mean external to Europe. So, for America and Asia investments?

C: At the moment, there is just not enough information to really see the alignments with the EU taxonomy. So, I think the first thing that needs to happen is that companies need to report on their own alignment and then, I think, it will become something that we will look at. But at the moment it's just kicked off I think three days ago or so. And so for us to really assess companies on this, we need to have first the data from the companies. So that's still lacking at the moment, which makes it very difficult to really adjust your process. I just know that we we're going of course for the most sustainable investment products, so we're going to have to meet those requirements that are the strictest. I think it will have an impact, but it's just too soon to tell yet how strict it will be.

S: Ok and also, I would like to know, you were mentioning that you consider all this information. In the end, what's your real motivation behind this? Is it like really to respond to demands from clients? Is it to increase the accuracy of the forecast? Is it to be aligned with your values? what's the motive?

C: Yes, I think it's the last one because Triodos was really founded as the first ethical bank, so that's really the starting point. And you know, the slogan is "Change finance and finance change", so I think that's really where it's coming from. You really see this within the entire organization that we're not just doing this because it's a trend right now or because it might be a potential risk but we're really doing this because it's a topic that is at the very core of why Triodos bank was founded. So that's a very different starting point, which is also why we're dedicating a lot of resources and people to researching sustainability which maybe other parties are not really willing to do themselves.

S: I can imagine. And lastly maybe could you tell me today what are the big barriers that you see to ESG integration and to the use of ESG?

C: Yes, so one thing that was already mentioned is standardization of the data. I feel like that has already improved a lot over the last few years and one of the main issues we also see, because we invest in big corporates so usually they have a very complex supply chain, now what we're seeing is that these companies already have their own their own direct influence. They have a good view on that but what's really difficult is to really see downstream and

upstream within their supply chain, what's going on. Which is of course very complex for a company to even map this and I think that's going to be the biggest change if we really see companies trying to influence not just their own behavior but also behaviors of the suppliers, of their customers. So that's a big challenge.

S: Ok and you were mentioning that standardization has improved. Is it thanks to the increase of providers?

C: Yes, I think providers have done a quite a good job in standardizing it and also other parties such as, for example, CDP for climate change and as you mentioned SASB per sector. I think they have done a very good job at creating a language that everyone understands.

S: Ok thanks.

C: And the next step will be for those type of companies to merge and consolidate so we have in the end one standard for sustainability.

S: Ok that would be a great. What about smaller companies you're mentioning that ok you don't only look at those ratings because it favors big companies, what about small companies is it easy to analyze?

C: It's a challenge that's true so for these big corporates, you see that our data providers capture it quite well, so ISS ESG captures it really well. Very small companies we don't even look at them. So usually, we would start with companies that have a billion euro market cap. So, because of liquidity risk, we wouldn't really look at companies that are smaller but even within that space it's sometimes difficult to get all the information. So, then it would be more asking the company for more information. So then, if we cannot really rely on the data providers, then we really need to spend more time on it ourselves. Yes, that's the only way to solve it, which is sometimes difficult, but some companies are responsive.

S: Also something that I might need to improve in the future then. Ok, we are reaching the end of my questions. Is there something maybe that I should be aware of and that or maybe something that you want to mention that seems important that we did not cover?

C: No, I think you covered most of it.

S: Great well then thank you very much I will stop the recording here.

Appendix 11: Thematic fund manager, Triodos

S: Ok it should be starting. As an introduction, I will quickly present myself. So, I am sam, I'm a second-year master student at the Louvain school of management, here in Belgium. And I am doing a major in sustainable development for companies and, as part of it, I had a course on sustainable finance. I'm doing my master thesis on the use of ESG data by professional investors but also on the publication of this ESG data by companies and I'm really trying to see if the data disclosed is sufficient for investors. And also, what are the potential influences on the use of ESG data by professionals as you are. So, this is the context of my thesis and so, in our discussion, I would like to explore that together. Basically, how you integrate ESG in your day-to-day practices and your views on those matters. So as a start, could you present yourself quickly? So your role, your position, your expertise.

D: Yes, so Dirk Hoozemans, fund manager of the Triodos pioneer impact fund. I've been with Triodos for about four years now. Prior to that, I worked at Robeco in Rotterdam. The fund I manage is pure impact fund, so we look at seven sustainable transition themes that we think are well, themes to invest in that facilitate the transition towards a more sustainable economy. And we look at those companies that we select. We integrate sustainability on a materiality basis and rather shy away from using ratings or rankings to determine sustainability. Yes, I think that's it.

S: Ok. So, we will explore that together. Maybe as a start, I saw that Triodos is part of many sustainable investment initiatives such as the UNPRI and the other initiatives. Do you have an idea of why you are part of it? What does it bring to you as asset manager?

D: What does it bring? It brings well, the labels that we participate in are sort of you called keurmerk in dutch, so a ratification of what you're doing. Oftentimes, what we find is that a lot of these labels are not as strict as we ourselves are. So, setting the bar quite low so that everybody can participate but I look at them as a hygiene factor. It's something that you need to have in order to be able to distribute your funds and be present in certain markets. There's a variety of platforms and networks that we are of course part of the UNPRI, the GIN global investing network, PCAV those types of initiatives and they are more focused on creating a standard for the industry. I think being a pure impact investor, that's what we want to be a part of as well. And I think that's also what makes Triodos different than a lot of asset managers, is

a lot of asset managers do sustainability as a tiny part of what they do. And Triodos is everything we do is sustainable, everything we do is impact.

S: Ok. I propose to maybe deep dive into that and could you describe me your typical investment process? So, the main steps of your investments and the information that you consider within this process?

D: Yes sure. So, it's a four-step process, step one is positive screening. So, looking for companies where we think or where we know and can determine that they have a positive impact along the lines of our transition themes. You can find those on the website, it's seven of themes, but you're probably familiar with them. So that's step one, step two is while a company is generating that positive impact, is there no harm done along the way? So, does a company not violate the minimum standards that Triodos has set? And those are minimum standards with relation to hydrocarbons, biodiversity, GMOs, animal testing, human rights, you name it. They're also on the website in detailed form.

S: So those are defined by Triodos, on your side or are they like international standards that you use in your analysis?

D: No, those are defined by us. So, you can find the minimum standards on the website and in some instances, we refer to external ILO type of stuff, but these are standards that we have set ourselves in order to be strict. So, the themes we've set ourselves, the minimum standards we've set ourselves. If we then have a company that contributes positively to one of the seven themes and does not violate the minimum standards, we start analyzing the company with more granularity and what we call integrated analysis. So integrated analysis is the traditional business school analysis on strategy, financials, management and competitive environment combined with ok so how does sustainability affect the value drivers of a company? So, for any company you could say value is driven by revenues: how fast does the company grow? By profits: how profitable is that growth? By invested capital: what investments are needed to achieve that growth and by the cost of that capital? And then, we assess material sustainability factors and you find those in company materiality matrices for instance. How do they affect those value drivers going forward? So rather than determining sustainability on a backward-looking basis, which is ratings based. Ratings always look backwards and measure the quality of reporting rather than the quality of behavior. We look at the company's behavior and how

that influences company value. And then if that analysis is completed and discussed, we have a portfolio candidate and if we decide to invest in it, it goes into the portfolio and that's step four of the investment process is determining what is the place and the size of such an investment in the portfolio.

S: Ok regarding this third step of the integration of all the different information in the evaluation, do you use IT tools to evaluate the impacts or is it really, I mean, is it something that is defined and objective or is it more subjective that you say ok we believe that this will have that impact on the revenues?

D: It's a combination, right? if first of all if you don't look at sustainability and start projecting cash flows and revenues and margins of company, it's subjective as well. Because we're going to say in 2021,2022,2023, this and that will happen. So that's completely subjective with, well, our insights. If we then look at how sustainability plays in, you can for instance imagine a company with a sustainable product will probably grow faster than the sector average. A company because customers demand it or because regulation is supportive, etc... A company with a polluting process will probably have lower margins because at some point, it will have to start paying CO2 taxes or it will have to start investing in cleanup, investing in scrubbers on the chimneys of the factory or what not. So, you can make reasonably fair estimates on the impact of sustainability, positive and negative, on those value drivers.

S: And those estimates, they are like common standards within Triodos or is it up to each analyst and fund manager to determine those?

D: It's up to the analyst to make an assessment of what the impact on the margin will be, but it won't be that analyst A sets a carbon price at 50dollars/ton and analyst B sets it at 500, that would be silly. So, where you can standardize, you should. And otherwise, investing to a large extent is just as much art as it is science I would say. So, there is room for a personal touch and an interpretation.

S: Yes, ok and so you as a fund manager, you receive the recommendation for your portfolio and then based on the recommendation you decide to go for it or not. Is that how it works?

D: Yes, so basically the analyst writes a fundamental case which either says this is an attractive proposition and added to that is the valuation, the analysts will say if it's an attractive valuation. If those two combined give the signal attractive, you can add it to the portfolio.

S: Ok and do you always follow the recommendations of the analysts or maybe you would say: "ok the analyst said that this company might be interesting, but I don't really trust what they do or I do not believe that, so I won't invest into that company." Is it something that can happen?

D: Yes, in the end the the portfolio manager has the final say so typically what happens is the analyst starts working on something, and we get into a discussion. If it turns out that that it's not worthwhile to finish the research, then we skip it. Because our time is valuable, I'm not going to let an analyst do a lot of work and then throw it in the bin. So, typically we will discover that along the way. It could be that an analyst says "this is really interesting" and then I say "ok it's too expensive right now, I'll wait, I'll put it on my wish list and have another look when it's not so expensive".

S: Ok I see. And so, this is an iterative process with the analyst to confirm or infirm some doubts that you might have.

D: Yes.

S: Ok and so you always go by those analysts or do you sometimes maybe check yourself to ratings or other information by yourself?

D: We always check and every investment case that is written is discussed between the analysts and the portfolio managers. And obviously sometimes we have the same idea, sometimes we have differing ideas, or we have different interpretations of the same data that can happen as well.

S: Ok and once a stock is in your portfolio, do you have regular updates and follow-up on the ESG of those stocks? Is it something that you follow?

D: Of course, we monitor what happens to our portfolio holdings and we monitor financial developments, but we also monitor sustainability or governance developments.

S: Ok and can ESG be responsible of maybe the selling of a portfolio, of a position?

D: Yes. For instance, we sold tesla because of governance where we thought that Elon Musk was paying himself too much as a CEO of a company. And there you can clearly see ok this is a good product, electric vehicles are good, and we believe in the future of electric vehicles, but we don't believe in management rewarding itself a gazillion times what the factory workers for tesla make. We also had a company in the portfolio which was a circular economy company responsible for waste treatment and at some point, they bought this company that was responsible for waste disposal in oil and gas fields. And since we have a very low tolerance on oil and gas activities and with the acquisition the revenue threshold was crossed, we had to sell that.

S: Ok interesting especially the example of Tesla, I find it interesting because one side there is the activity itself which is positive, good and nice opportunity and then on the other side the governance pillar that says ok there's too much. Did you sell it because it did not match your threshold or what are the reasons? How do you balance those maybe good environmental and social performance with maybe bad governance performance?

D: You can't balance that. You can't balance an electric vehicle with bad governance you have to draw the line somewhere. I always say ESG starts with G and proper governance will lead to good decisions on the E and the S fronts. That's a necessary requirement to run your business properly.

S: Ok. and this decision was motivated by your threshold that you defined, like the exclusionary practices, or was it because it just did not feel it?

D: No, it was over a certain CEO to average worker threshold that we had defined internally.

S: Ok nice. Do you use ESG reports of companies? Sustainability reports of company?

D: Of course, of course you can't not use them.

S: Yes, but you as a fund manager or is it mainly an ESG analyst?

D: No, it's everybody. If I go into a discussion with a company and speak to management, I can't not discuss sustainability because sustainability is, well first and foremost, on top of everybody's mind and you can't see it apart from the financials because sustainability, no matter how you look at it will affect the way a company creates value. I don't know if you've had a chance to look at integrated reporting

S: Yes, that was my next question.

D: Yes, but so there is more than just shareholder value there's all sorts of capitals that will need a sort of return on them. And that's what we discuss with companies as well.

S: And so, what's your view on integrated reporting? Do you believe that it's more interesting than separate reports?

D: I don't think you can see them separately, so I very much embrace integrated reporting because a lot of the stuff that we call non-financial data, in fact, should be called not yet financial data. And I think that's an important thing that people miss. A lot of things that are maybe not yet financial now but are very material and sustainable, will impact the way the numbers work for your business.

S: Ok and do you always find all the information that you need in those reports? Do you feel that is sufficient?

D: No. So, a lot of times when we start looking at the company, we typically find if they have a positive contribution to our impact theme straight away, that's not a difficult one. But then when we start looking for the minimum standards and start checking against our minimum standards, lot of times, we pick up the phone and ask a company questions that the company hasn't even asked itself or has never heard before. So, a lot of stuff is still not widely published. But when we have such a discussion with the company, obviously we encourage them and stimulate them to start publishing that data because it will lead to better disclosure, more transparency and perhaps, yes, a higher stock price.

S: Ok and so you always engage when the data is missing. When you find everything, you don't specifically engage with those companies?

D: When we find everything, we will always let the company know that we have selected them to be a possible investment. And I think if you're looking at engagement, there's two types of engagement. There is engagement for information, so getting the knowledge you need and there's engagement for change. And even if we find all the information we need, we will always engage for change with the company, and start looking at: "these are the targets you've set, let's talk about the progress, let's talk about the plan to get where you want to be". If you look for instance at SBTi, the science-based targets initiative, we will encourage a company A to set targets even when the company has targets. What's the plan of getting there? What's the plan of becoming Paris alliance compliant? What are the steps you're taking and how do you measure and report on the progress?

S: And do you see that companies are really receptive to those messages? And do they really change?

D: Yes, it depends. So, every management, well managements have to be able and willing. And I think not all of them are able. You can imagine big companies have big departments that write big sustainability reports, smaller companies, oftentimes, don't have the resources or the capacity to put people on writing a glossy magazine. So that's one, ability and willingness. So, what you tend to find is Europe, Nordics and Japan companies are much more willing to listen to investors on the sustainability fronts whereas in, for instance, the US, it's still much more in its infancy and much earlier stage and people are still thinking about shareholder returns as the only thing that matters.

S: Yes, ok. And you were mentioning smaller companies. Is it a barrier to invest in those companies if they do not disclose or if they do not have the data that you would like to or even sometimes when data is missing but you believe that the other signals are positive, you would invest in that company?

D: If we can get answers to the questions that we need answers to be able to invest, we can invest. If we want to invest in a company that makes a product where we feel this is a positive

product but the company doesn't disclose CO2 emissions for instance, then we will say: “well we think your products are really interesting but you should think about starting to measure and disclose your CO2 emissions because that matters to us, it matters to other shareholders so get active”. And we do that through engagement, but if crucial data is missing, so if we want to invest in a drugmaker and a drugmaker cannot tell us if they use animal testing, yes then we think: “ok fine we'll look at another company”. So, if material and crucial data is missing no but if other data is missing that can be a topic for engagement.

S: Ok thanks.

D: That's also in a lot of cases true on the governance side. If we find a company with a great product and the board has only two women in it and we want three women in the board, we will push for three women in the board. But we won't say your product is now shit because you only have two women in the board.

S: Ok. So sometimes, based on what's missing, you might keep it away for the moment and maybe invest in the company once the threshold is met and sometimes you would directly invest and then push once you are invested to get to those results, is that right?

D: Depends on what you're looking at, if data is missing that we see as crucial to the minimum standards, then we will leave it aside. If a company clears the minimum standards, then we can push for disclosure on other fronts of data.

S: Ok and how do you consider the different pillars? So environmental, social and governance pillars? Do you consider them equally for each investment or is it more based on the type of theme that the fund is focusing on?

D: That's tough right. So, there's two sides of looking at E, S and G. One is on what kind of product or service do you provide, does it solve, and that's typically does it solve an S or an E problem. And the other is how do you behave while you're doing that. And how do you behave with respect to the E, the S and the G. For instance, if you have a product that is really good for E, solar panels, but you pollute all of China and have people working for lower than minimum wage in making those solar panels, what's the point? But for instance, you can imagine on the S side there's companies that provide financial inclusion or communication in emerging markets

and there you look at the E on how do you do that? Do you use diesel generators to power your cell towers? Or do you use other types of electricity? They are all important and they can all be a deal breaker. But one is what product solution do you have and the other is how do you go about providing that product solution. And I think those are the two pillars you should look at.

S: Ok. And within that information that you are looking for, do you maybe find that some topics are most often left behind and that you don't always have the information that you need? I mean that's on like 10 companies you will always see that this domain you find less information, less detailed information?

D: Well, companies and management find things that are measurable, most easy right? So, you can easily measure how much CO2 you've emitted, you can easily measure how much water you've consumed, you can easily measure how much waste you've produced, you can easily measure how many women are in the board, how many colored people are in the board, etc... So those are all measurable things and that's relatively easy, but a good sustainability analysis goes beyond that. What I always struggle with is companies saying that they're very sustainable and they're not linking management pay to sustainability.

S: Yes, the incentives.

D: The incentives are often return on capital based or margins or free cash flow or what not, but not linked to any ESG criteria. And every meeting with the company I have, I tell them: "ok if you are so sustainable explain to me how your pay is linked to how you behave".

S: Yes ok. That might be a more personal question but do you also, at Triodos, have some incentives to invest in more sustainable companies? Or is there a reward system for sustainability?

D: There is not. Well, your reward is working at the company, but there's no pressure to buy your own fund, there's no discount to buy your own funds, there is no bonus awards in equity or what not. So, it's your own personal values that make those decisions and nothing else.

S: Ok thanks. I would like now to maybe discuss a bit about the factors that influence your consideration for ESG information.

D: Do you have one minute?

S: Ok.

D: Sorry.

S: No problem.

D: Sorry, there was somebody at the door.

S: No problem. So, I was asking you about what are the potential factors that influence your consideration for ESG information. So, does the industry or maybe the economic outlook, in times of crisis, is that something that influence your consideration for ESG data? So maybe to take an example with the current pandemic situation, is that something that affects the way you look at ESG and that you consider ESG?

D: Well, I think it has for a lot of people, it made us all very aware that biodiversity is important, it made us all very aware of the big inequalities. So, half of the world is nicely working from home and half of the world still has to go to the factory or drive the bus or what not. So yes, it does and during the pandemic when we talk to companies we also spoke to companies: How are you dealing with your workers? And how are you making sure that they stay healthy? How are you making sure that they keep getting paid, don't lose their jobs? Obviously if this goes on forever there will be cost cutting and there will be layoffs because people have to reshape the business but in the short term. We also looked at how does a company treat its resources.

S: Ok so this is either for the companies that you plan to invest in but also the companies in your portfolio?

D: Also the companies that you're invested in yes. And I think also the pandemic has, the biodiversity we talked about but also as we come out of the pandemic, what are government spending programs going to look like, and there will be more investments in renewable energy, there will be more investments perhaps in social housing. So yes, we also try to see the opportunities on the E, S and the G side.

S: Ok thanks. To finish I would like now to focus maybe a bit more on the European context and the regulation. So how do you foresee the future regulation with regards to sustainable investments?

D: The future regulation. Well, we just passed the SFDR obviously, that was last week and well we're headed towards the EU taxonomy and the ecolabel and those are all sort of minimum requirements that have been set on the E side predominantly. So, it's climate risk for the SFDR, it's environmental for the taxonomy and the ecolabel. So, I think how do I see regulation evolve, I see the S and the G becoming equally important. So, we will get an S taxonomy and a G taxonomy or a fully integrated taxonomy. But what I do see is regulation getting more and more supportive of sustainable investing and a big role for financial institutions in making investors more aware. So, it's fantastic that we want to have a big pension, but you also want to consume that pension in a world that looks healthy and nice and not 45 degrees every day. So, I think there's a big role for asset managers in educating their investors. But I think overall regulation is a tailwind for sustainable investment. And Triodos as a dark green investor so to speak, we're happy to see everybody else come our way little.

S: Ok and do you feel for instance the EU taxonomy, do you feel that it's enough? Do you feel that it's maybe too much? How do you see the regulation? I mean, are you satisfied with it?

D: We'll cross that bridge when we get there, we'll see I think if there is an ecolabel and we take into account the green revenues, do no significant harm and other criteria. Triodos is already very strict in a lot of what it does so there as well, we are one of the stricter companies, investment managers in the industry. So, I would say we're ok with the taxonomy and we feel that a lot of our funds would qualify.

S: So, in the end for you it does not change that much since you already had those criteria, but maybe does it bring still any benefits or maybe because you will have to report that is it more cost than benefit in the end for you who were already into sustainable investment?

D: Well, the reporting is of course an extra burden and that will be an extra cost but that's a one-time investment, and then you will be then you will be set. I think for some of the funds that have a more social angle, so financial inclusion funds that are focused on getting people access

to insurance or banking in emerging markets, the taxonomy won't apply because the E component isn't there. So, we will have to wait for a S taxonomy or some other taxonomy. And those funds we obviously also have, are we going to have to retune those funds? No, they will just fall out of the scope of the taxonomy but for a good reason. So, I think it's an opportunity in terms of being able to launch new products that are taxonomy compliant. With every little bit of regulation, the cost of doing business increases. That's taxonomy, that's legal requirements, that's compliance issues. In 20 years time, we will see every asset manager have more legal and compliance people than actual analysts I guess.

S: Ok. Do you plan to apply those principles and guidelines also for foreign investments? So, outside the European boundaries.

D: You have to I think if you want to sell your funds within European boundaries. So, I can't build you a fund and say everything it's fifty percent Europe, fifty percent US and in the US it's just oil and in Europe it's all renewables. That would be tough.

S: Yes, I imagine. Ok and finally I wanted to ask you: what are the main barriers to the use and integration of ESG data in your investment practices?

D: The main barriers I think it's quality of data, availability of data and reliability of data. I think it's a big market, it's a big opportunity, lots of companies are seeing that more and more data are needed. So, you're seeing on the one hand a lot of new companies with new measurements and data coming at you. On the other hand, you're seeing all the big guys buying each other so Morningstar acquires Sustainalytics, Factset acquires True Value Labs, and you see this mega consolidation. And what I think the industry needs is standardization. It shouldn't be the case that if I run my portfolio through the analysis of three different data providers, I get three different outcomes. I would love to see those outcomes be very close to one another and not all over the place. So, I guess that's something that the industry has to work on.

S: Does it happen often that the ratings contradict the information, contradict themselves?

D: Well not contradict but they can differ in size quite substantially or differ year on year quite substantially. When all of a sudden companies start measuring or reporting something different.

So, it's very important that we set standards on the quality of the data but also on the use of that data and on the methodology.

S: Ok. You are also mentioning reliability of data and I find it really interesting. Does it mean that you don't always trust the data that is reported and that sometimes you are more cautious about the data reported?

D: Yes, I think that's a quality issue rather than anything else and a consistency issue. But let's just say that not every data provider is great in combining thousands and millions and yens and euros and make it all add up in a logical manner.

S: Ok I see. And within Triodos, do you feel that there might be some barriers to ESG so for instance, do you feel that in terms of trainings and expertise of ESG? Are you all on the same line or do you know do you sometimes feel that it might need some more discussion and maybe some more trainings to align on some domains?

D: I think that there's lots of differing views among the people that work at Triodos as to what is sustainability or what is impact, but at some point you have to say that ok this is the investment philosophy, this is what we believe in and then even there, there's room to interpret and I think that's a good thing. It's a human business, we are not robots and so I'm perfectly ok with that. Is training needed? I think part of that is yes, training on content and methodology. And part of it is just training each other and training on the job helping each other out in problems and sharing insights.

S: Great well, thanks you for sharing all those insights. I don't know if there is something else that you find relevant that maybe we did not cover or something that I should be aware of?

D: Well, greenwashing is obviously a big issue, so be aware of greenwashing. I think what Triodos does is look at impact at the start of the process and a lot of other managers look at it at the end of the process. So, they build you a portfolio and put a little ESG sauce over it and I think the other thing is sustainability is more than just a high rating. Ratings measure the quality of reporting, ratings are backward-looking, and I think a lot of people focus on the outcome of the process, i.e., A high ranking or a high rating or what not, but not so much on the input of

the process. And I think the inputs are probably more important than the output. The output is the result, but the inputs are important.

S: By input you mean all the policies and strategies with regards to...?

D: By input I mean the think work you actually do for yourself. So, if we decide right now that the most sustainable portfolio is the portfolio with the highest Sustainalytics ranking, we can write the computer program and go to the Bahamas. But if we decide that actually a portfolio has to make sense and the sustainability ranking of that portfolio is just an outcome but not THE outcome, then it becomes a whole different game and I think the game that should be played.

S: Great thank you very much.

D: Ok.

S: So, I'll stop the recording here.