

**Louvain School of Management  
and Prague University of Economics and Business**

# **ESG factors integration into corporate credit ratings: examining the current state and its possibilities of improvement following the CSRD**

Based on expectations within the EU

**Appendices**

Author's:  
**Marion Lernoux**

Master's thesis with the view of getting the degrees:  
**Master in Finance and Accounting**  
**Master in Business Engineering, Financial Engineering**

Supervisor's:  
**Yves De Rongé**

**Academic Year 2023-2024**



## Table of Contents

<b>Appendix 1: Overview of the interviewees .....</b>	<b>2</b>
<b>Appendix 2: Descriptions of the companies .....</b>	<b>3</b>
<b>Appendix 3: Semi-structured interview guides.....</b>	<b>5</b>
<b>1. Target: CSRD experts .....</b>	<b>5</b>
<b>2. Target: Sustainability managers .....</b>	<b>7</b>
<b>3. Target: Credit rating agencies .....</b>	<b>9</b>
<b>4. Target: External perspective .....</b>	<b>11</b>
<b>Appendix 4: Transcripts of interviews.....</b>	<b>13</b>
<b>1. CSRD experts .....</b>	<b>13</b>
1.1 Charline Schrek (FR): .....	13
1.2 Ludivine Tordeur (FR): .....	19
1.3 Nathan Drion (FR): .....	26
1.4 Alex Mercer (EN): .....	33
<b>2. Sustainability managers .....</b>	<b>41</b>
2.1 Anne-Sophie Pijcke (FR): .....	41
2.2 Taylor Morgan (EN): .....	52
2.3 Jordan Blake (EN): .....	58
<b>3. Credit rating agencies.....</b>	<b>64</b>
3.1 Elise Moreau (FR): .....	64
3.2 Reda Mouaacha (EN): .....	73
3.3 Daniel Felipe Gomez (EN): .....	78
3.4 Ylva Forsberg (EN): .....	86
3.5 Camille Blanchart (FR): .....	92
<b>4. External perspective .....</b>	<b>102</b>
4.1 Alexandre Synadino (FR): .....	102

## Appendix 1: Overview of the interviewees

Name	Function	Company	Date	Language	Anonymity*
<b>First category: “CSR experts”</b>					
Charline Schrek	Co-Founder	E-Learning ESG	24-04-24	French	NO
Ludivine Tordeur	Founder	Owise	01-05-24	French	NO
Nathan Drion	Senior sustainability consultant	PWC	10-05-24	French	NO
Alex Mercer	Sustainability analyst	Comp.1	15-05-24	English	YES
<b>Second category: “Sustainability managers”</b>					
Anne-Sophie Pijcke	Special ESG advisor	Euronext	06-05-24	French	NO
Taylor Morgan	Head of sustainability	Comp.2	22-05-24	English	YES
Jordan Blake	Sustainability manager	Comp.3	24-05-24	English	YES
<b>Third category: Credit rating agencies</b>					
Elise Moreau	Credit rating analyst	CRA.1	15-05-24	French	YES
Reda Mouaacha	Credit rating analyst	EthiFinance	15-05-24	English	NO
Daniel Felipe Gomez	Credit rating analyst	Scope Ratings	20-05-24	English	NO
Ylva Forsberg	Credit rating analyst	Nordic Credit Rating	23-05-24	English	NO
Camille Blanchart	Former credit rating analyst	CRA.2	11-06-24	French	YES
<b>Fourth category: External perspective</b>					
Alexandre Synadino	Senior consultant & expert in climate risk	Finalyse	14-06-24	French	NO

\* Interviewees who required anonymity (marked as YES in the 'Anonymity' column) have been assigned pseudonyms for both their name and company name. In their transcripts, any references or indications of their own identity or their company's identity have also been anonymized.

## Appendix 2: Descriptions of the companies

Name	Anonymity*	Company description
<b><u>First category: “CSRD experts”</u></b>		
Charline Schrek (fonder)	NO	<b><u>E-learning ESG:</u></b> Start-up offering online ESG and CSR training modules.
Ludivine Tordeur (fonder)	NO	<b><u>Owise:</u></b> ESG valuation expert start-up, using CSRD standards to assign objective ratings and provide clear indicators of companies' ESG performance.
Nathan Drion (senior sustainability consultant)	NO	<b><u>PWC:</u></b> Multinational professional services company offering audit, consulting and tax services, part of the “Big Four”.
Alex Mercer (Sustainability consultant)	YES	<b><u>Comp.1:</u></b> Technology company specializing in sustainability compliance and green finance solutions.
<b><u>Second category: “Sustainability managers”</u></b>		
Anne-Sophie Pijcke (External consultant in sustainability)	NO	<b><u>Euronext:</u></b> With marketplaces in Amsterdam, Brussels, Dublin, Lisbon, Milan, Oslo, and Paris, Euronext is a pan-European stock exchange, and offers a wide range of services (trade, corporate, technological, etc.).
Taylor Morgan (Head of sustainability)	YES	<b><u>Comp.2:</u></b> Investment company, holding multinational businesses, and focuses on long-term ownership and development of high-quality companies across various industries.
Jordan Blake (Sustainability manager)	YES	<b><u>Comp.3:</u></b> Major telecommunication company based in Belgium, offering telephony, internet, and digital TV services.
<b><u>Third category: Credit rating agencies</u></b>		
Elise Moreau (credit rating analyst)	YES	<b><u>CRA.1:</u></b> One of the leading CRAs in the market, part of the “Big Three”
Reda Mouaacha (credit rating analyst)	NO	<b><u>EthiFinance:</u></b> European provider of ratings, research and consulting, focused on sustainable finance.
Daniel Felipe Gomez (credit rating analyst)	NO	<b><u>Scope Ratings:</u></b> European provider of credit ratings, fund analysis and solutions for assessing and monitoring risks.
Ylva Forsberg (credit rating analyst)	NO	<b><u>Nordic Credit Rating:</u></b> European provider of credit ratings to entities based mainly in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden.

Camille Blanchart (former credit rating analyst)	YES	<b><u>CRA.2:</u></b> One of the leading CRAs in the market, part of the “Big Three”
---	-----	--

**Fourth category: External perspective**

Alexandre Synadino (Senior consultant & expert in climate risk)	NO	<b><u>Finalyse:</u></b> Financial consultancy company, specializing in risk management, valuation and regulatory compliance services.
--	----	--

\* Interviewees who required anonymity (marked as YES in the 'Anonymity' column) have been assigned pseudonyms for both their name and company name. In their transcripts, any references or indications of their own identity or their company's identity have also been anonymized.

## Appendix 3: Semi-structured interview guides

### 1. Target: CSRD experts

#### [Introduction & Icebreaking]

- Introduction of myself and my studies and explaining the context of this interview: my master's thesis and the specific research question I am studying.
- Clearly communicate the aim of the interview, emphasizing the confidentiality of the discussion and how the gathered information will be used.
- Thanking the interviewee for their participation and asking for interviewee's permission to record the conversation for accuracy

#### a. Getting to know the interviewee

- Can you describe the company you work for?
- What is your role in the field of corporate sustainability reporting? And with CSRD specifically?
- How has your work been influenced by the evolving landscape of sustainability reporting standards, including CSRD?

#### b. Understanding the influence of CSRD

Broad impact: How do you perceive its impact on sustainability reporting in the short term? and in the long-term?

- What challenges do you foresee for companies that need to follow the directive?
- Do you think about sectors or types of companies that will be more affected than others?

Implementation process: What specific steps and processes will companies need to take to align their sustainability reporting with new CSRD requirements?

Quality of non-financial information: What do you think about the quality of non-financial information disclosed by companies? In what ways do you believe CSRD will affect it?

- Could you provide specific examples?
- If you think the quality will be improved, how significant do you think this improvement will be? Will it resolve current quality issues?
- Which stakeholders will benefit from it?
- Are there specific industries or types of companies that might face more significant challenges or opportunities with this change?

Comparability of non-financial information: What do you think about the comparability across non-financial information disclosed by companies? In what ways do you believe CSRD will affect it?

- Could you provide specific examples?

- If you think the comparability will be improved, how significant do you think this improvement will be? Will it resolve current comparability issues?
- Which stakeholders will benefit from it?
- Are they specific industries or types of companies that might face more significant challenges or opportunities with this change?

### **c. Exploration of ESRS proposed standards**

Alignment with CSRD objectives: The ESRS, as proposed by the EFRAG, are intended to guide companies in their sustainability reporting to comply with the CSRD requirements. How effectively do you think these standards align with the CSRD's objectives?

- Could you elaborate on how ESRS contributes specifically to the improvement of quality and comparability in sustainability reporting?
- In your perspective, how does the type of data (qualitative and quantitative) proposed by ESRS impact the quality and comparability of non-financial information? Do you believe the ESRS will lead to significant improvement in these areas?

### **d. Review of NFRD's impact**

Impact on quality and comparability: Since the fiscal year of 2017, NFRD has been in place regarding sustainable reporting.

- What was the effect of NFRD on the quality and comparability of non-financial data disclosed by companies?
- Do you believe that CSRD constitutes a real step forward from NFRD towards better quality and comparability of non-financial information?

**[Conclusion]**: Thanking the interviewee for the time and participation, and briefly summarizing the key points of the interview. Asking the interviewee if she/he has anything to add on what we covered.

## 2. Target: Sustainability managers

### [Introduction & Icebreaking]

- Introduction of myself and my studies and explaining the context of this interview: my master's thesis and the specific research question I am studying.
- Clearly communicate the aim of the interview, emphasizing the confidentiality of the discussion and how the gathered information will be used.
- Thanking the interviewee for its participation and asking for interviewee's permission to record the conversation for accuracy

### a. Getting to know the interviewee

- Can you describe the company you work for?
- What is your role in the field of corporate sustainability reporting? And with CSRD specifically?
- How long have you evolved in sustainable reporting, and how have you seen it evolve in your organization over time?

### b. Understanding the influence of CSRD

Broad impact: How do you perceive its impact on sustainability reporting of your company in the short term? and in the long term?

- What challenges do you foresee for companies that need to follow the directive?
- Do you think about sectors or types of companies that will be more affected than others?

Implementation process: What specific steps and processes has the company taken to align with CSRD requirements?

Quality of non-financial information: What do you think about the quality of non-financial information disclosed by companies in general? And yours?

- In what ways do you believe CSRD will affect it? Could you provide specific examples?
- If you think the quality will be improved, how significant do you think this improvement will be? And how will it manifest concretely within the company? Will it resolve current quality issues?
- Which stakeholders will benefit from it?
- Do you believe that your company will face challenges or opportunities with this change?

Comparability of non-financial information: What do you think about the comparability across non-financial information disclosed by companies in general? And yours?

- In what ways do you believe CSRD will affect it? Could you provide specific examples?

- If you think the comparability will be improved, how significant do you think this improvement will be? And how will it manifest concretely within the company? Will it resolve current comparability issues?
- Which stakeholders will benefit from it?
- Do you believe that your company will face challenges or opportunities with this change?

### **c. ESRS proposed standards**

Alignment with CSRD objectives: The ESRS, as proposed by the EFRAG, are intended to guide companies in their sustainability reporting to comply with the CSRD requirements. How effectively do you think these standards align with the CSRD's objectives?

- Do you feel that ESRS will contribute to the improvement of quality and comparability in sustainability reporting?
- In your perspective, how does the type of data (qualitative and quantitative) proposed by ESRS impact the quality and comparability of non-financial information? Are they sufficient to improve quality and comparability across companies?

### **d. Review of NFRD's impact**

Impact on quality and comparability: Since the fiscal year of 2017, NFRD has been in place regarding sustainable reporting. What was the effect of NFRD on the quality and comparability of non-financial data disclosed by your company?

- What are the major changes for your company to go from NFRD to CSRD?
- Do you believe that CSRD constitutes a real step forward from NFRD towards better quality and comparability of non-financial information?

**[Conclusion]**: Thanking the interviewee for the time and participation, and briefly summarizing the key points of the interview. Asking the interviewee if she/he has anything to add on what we covered.

### 3. Target: Credit rating agencies

#### [Introduction & Icebreaking]

- Introduction of myself and my studies and explaining the context of this interview: my master's thesis and the specific research question I am studying.
- Clearly communicate the aim of the interview, emphasizing the confidentiality of the discussion and how the gathered information will be used.
- Thanking the interviewee for their participation and asking for interviewee's permission to record the conversation for accuracy

#### a. Getting to know the interviewee

- Can you describe the company you work for and your role within the credit rating agency, especially in relation to ESG factors analysis?
- How long have you been working in the agency? Did you see any major evolution in your job?

#### b. ESG factors integration into corporate credit ratings

General process: How does your agency currently integrate ESG factors into corporate credit ratings?

- Can you detail the framework or models your agency uses to integrate ESG factors into corporate credit ratings?
- How is your process designed to capture the nuanced and varying impact of ESG factors on credit risks?
- How does ESG integration vary across industries or sectors? Are there sector-specific ESG factors that you prioritize?

Materiality assessment: How does your agency assess the materiality of ESG factors?

- How do you update the materiality of ESG factors over time in response to evolving market and global conditions?

Challenges: What are the primary challenges your agency encounters when integrating ESG factors into credit ratings? How do you address these challenges?

#### c. ESG data sources

General reliance: Can you describe your primary sources of ESG information to evaluate a corporate credit risk?

- Do you use sustainability reports from companies in your ESG analysis process?

If use of sustainability reports: Are the ESG data included in sustainability reports sufficient to assess the probability of default of a company?

- How often do you find it necessary to directly engage with companies for further ESG-related clarifications beyond their sustainability reports?

- How do varying sustainability reporting standards impact your ability to use these reports in ESG assessments? Do certain standards lead to more useful data for your purposes?
- Based on your experience, how do you assess the overall quality and comparability of the sustainability reports you review?
  - Are there specific areas (type of information, etc.) where you consistently find gaps or excellences?
  - How does it impact the ESG factors integration?
- Do you prefer sustainability reports prepared under specific frameworks for better quality and comparability in your analysis (other reasons)?

If no use of sustainability reports: Could you elaborate on why sustainability reporting may not be useful for ESG factors integration in your corporate credit assessments?

- Is it linked to the issues of quality and comparability in the ESG information disclosed by companies?
- What alternative do you use, and do these compare in terms of quality and comparability to sustainability reports?

#### **d. Impact of new sustainability directives requirements**

- Reflecting on your work and the last few years, do you feel that the NFRD has impacted the way CRAs integrate ESG factors into their corporate credit assessments?
- Do you believe the directive has facilitated the quality and comparability of the ESG information disclosed by companies?
  - If so, how? And do you use more sustainability reports since?
- In the same way, do you think the CSRD will influence the ESG integration?
- And regarding the quality and comparability of ESG information disclosed in sustainability reports?
  - If so, how and what will be the changes in your methodologies?
  - Do you think it will resolve issues about quality and comparability and improve accuracy and precisions in your ratings?
  - Do you believe it will increase the utility of sustainability reports in ESG factors integration into credit rating processes

**[Conclusion]**: Thanking the interviewee for the time and participation, and briefly summarizing the key points of the interview. Asking the interviewee if she/he has anything to add on what we covered.

#### 4. Target: External perspective

##### [Introduction & Icebreaking]

- Introduction of myself and my studies and explaining the context of this interview: my master's thesis and the specific research question I am studying.
- Clearly communicate the aim of the interview, emphasizing the confidentiality of the discussion and how the gathered information will be used.
- Thanking the interviewee for its participation and asking for interviewee's permission to record the conversation for accuracy

##### a. Getting to know the interviewee

- Can you describe the company you work for? And your current job?
- What has been your experience with ESG trends and their integration into business practices, even if indirectly involved?

##### b. Perceptions of ESG Integration in Credit Ratings

- From your perspective, how are ESG factors are integrated into corporate credit ratings? Are there any differences between types of CRAs?
- What are the common frameworks or approaches you are aware of that guide ESG integration in this field?
- What challenges are the typical challenges that CRAs face when integration ESG factors into corporate credit ratings?

##### c. Evaluating the impact of CSRD on sustainability reports

Introduction of the CSRD: How do you perceive the impact of the CSRD on non-financial information?

- What are the main changes with the NFRD?
- Who will benefit the most from this new directive?
- Which sectors do you think will face the most significant impacts or benefits from these changes?

Comparability of non-financial information: How do you assess the current level of comparability?

- Do you think the CSRD will help improve it? Why, and if so, how?

Quality of non-financial information: How do you assess the current level of quality?

- Do you think the CSRD will help improve it? Why, and if so, how?

##### d. Evaluating the impact of CSRD on corporate credit rating

- Do you think that the CSRD will help enhance the ESG factors integration into corporate credit ratings? Why and how?
- If so, are there any limitations to this?

**[Conclusion]:** Thanking the interviewee for the time and participation, and briefly summarizing the key points of the interview. Asking the interviewee if she/he has anything to add on what we covered.

## Appendix 4: Transcripts of interviews

### 1. CSRD experts

#### 1.1 Charline Schrek (FR):

[Introductory discussion]

**Pour commencer, peux-tu peut-être expliquer ton travail et l'entreprise pour laquelle tu travailles ?**

Je travaille et je suis co-founder de « E-learning ESG ». On fait de la formation et de la sensibilisation en ligne sur la RSE et les critères ESG de manière plus globale. Notre objectif et notre mission est de sensibiliser un maximum d'employés dans les grandes entreprises pour que tout le monde soit au même niveau de connaissances au niveau de la durabilité. Il y a de plus en plus de normes et de cadres légaux contraignants pour les grosses boîtes et on a remarqué que la plupart des employés n'y connaissent pas grand-chose, hormis ceux qui travaillaient dans des départements ESG, ou département sustainability. L'idée est de pouvoir fournir des formations interactives, chouettes à suivre et ludiques, mais en formant le maximum de personnes à ces sujets-là. Ça, c'est un peu l'objectif. Moi, comme je suis pour l'instant seule dans l'opérationnel, je dis que je suis co-founder, mais j'ai en fait quarante mille casquettes. Je fais le marketing, la vente, je crée le produit, enfin voilà, je fais de l'administratif. Un entrepreneur fait tout au début, il y a des jours chouettes et des jours moins chouettes. Mais c'est très diversifié donc c'est ça qui est chouette.

**Tu t'attaques à des entreprises particulières, ou c'est vraiment tout type d'entreprise qui serait intéressé par le sujet ?**

Dans ma prospection, ma cible privilégiée ce sont vraiment les entreprises de plus de 250 employés. Pourquoi ? Parce que ce sont les premières concernées par les directives. Cette année, la directive vise des entreprises de plus de 500. L'année prochaine ce sera déjà à plus de 250. Donc moi j'ai mis mon curseur à plus de 250. Maintenant, j'accepte tout à fait un rendez-vous avec des entreprises qui sont un peu moins, mais c'est vrai que je ne vise pas les PME dans un premier temps. Même si elles veulent mettre en place des actions au niveau RSE, ça ne va pas être des e-learning pour former des collaborateurs. Donc on n'est pas encore là-dedans pour elles, elles ne sont pas assez avancées. Je suis en contact avec plus des grosses entreprises en Belgique et en France. Belgique, Wallonie, et France toute la France.

**Question assez générale, pour rentrer dans la norme CSRD en tant que telle. Comment perçois-tu son impact sur le reporting non-financier de manière générale ?**

Moi, la CSRD, j'ai commencé à bien comprendre tous ces impacts quand j'ai fait mes recherches. J'ai essayé de voir ce qu'elle visait et quelle était la différence par rapport à avant. Et ce que j'ai compris et ce que je pense, c'est qu'il existait déjà un cadre légal au niveau de la publication de rapports de durabilité. Mais rien n'était très encadré. Toutes les entreprises faisaient un peu ça à leur sauce et donc il y avait des problèmes de comparabilité entre les

entreprises. Et surtout de véracité des données qui étaient produites. Maintenant, avec la CSRD, il y a un cadre qui est beaucoup plus contraignant et donc pour moi, l'impact que ça a, c'est que maintenant les entreprises sont forcées de reporter d'une manière qui..., il y a des gens qui disent qu'elle est moins bonne, qu'elle est trop complète ou pas assez, peu importe, au moins cela force les entreprises à s'intéresser à la question et cela permet de mettre un cadre pour pouvoir comparer les entreprises entre elles et ça, je pense que ça a beaucoup d'impact aujourd'hui.

**Quels seront les challenges pour les entreprises qui vont devoir se préparer pour cette directive ?**

De ce que j'ai remarqué, par mes échanges avec les entreprises, je crois qu'il n'y a pas assez de personnels formés et même employés pour ces sujets-là. À chaque fois, même dans des boîtes de plus de 500 employés, il y a une ou deux personnes qui s'occupent de faire ce rapport de durabilité. Pour moi, cela me paraît impossible. Moi-même dans mon secteur, ça devient compliqué d'avoir des rendez-vous avec ces personnes-là parce qu'en fait, le travail est colossal. Pour moi, il manque de ressources humaines pour pouvoir gérer ce reporting. D'autant plus que tous les articles en Belgique et en France disent que 9 entreprises sur 10 ne sont pas prêtes à faire ce reporting. Je pense que c'est vraiment un gros défi et un gros challenge pour les grosses boîtes.

**On parlait de challenges, tu penses qu'il y a des secteurs en particulier ou des industries qui vont devoir faire plus d'efforts que d'autres ?**

Sûrement oui, je sais que le secteur financier est beaucoup plus prêt. Eux, c'est même dans leur métier de parler d'ESG, que ce soit dans leurs produits financiers. J'ai l'impression que le secteur financier a plus simple, entre guillemets, à pouvoir respecter la directive. Et d'autres types, toutes les entreprises industrielles ou alors où il y a beaucoup plus de données que les entreprises à col blanc où il n'y a pas beaucoup de déchets, de production et donc pour moi tout ce qui est industriel cela va être plus compliqué. Maintenant, je ne m'y connais pas vraiment sur toutes les industries, c'est mon avis à moi, je ne sais pas la réalité du terrain.

**Dans l'implémentation en tant que telle, quelles sont les étapes d'implémentation en interne ? Qu'est-ce qui doit se faire en interne pour pouvoir se préparer à cette directive ?**

Il y a plusieurs étapes que les cabinets de conseil répètent un peu à chaque fois. La première c'est de se former sur le sujet, de former les personnes qui vont devoir s'occuper de mettre en place le reporting. Puis la deuxième étape est d'évaluer l'écart entre ce que l'entreprise publiait déjà et ce qu'elle va devoir publier, quelles données on va devoir aller chercher, quels sont les processus à mettre en place. Et puis après, il y a tout ce qui est l'analyse de double matérialité. Et puis la création du rapport, et voilà ça fait 4 ou 5 étapes. Mais le plus important c'est d'abord de passer en revue ces textes et de se faire aider si en tout cas il y a un manque de connaissance pour déjà comprendre la directive.

**Plus spécifiquement sur la qualité des informations non-financières, quel est ton point de vue sur celles-ci publiées par les entreprises dans leur rapport ?**

Avant ou après la CSRD ?

**Là maintenant, avant la CSRD.**

Moi je ne suis pas très proche des entreprises et de leurs rapports. J'ai déjà regardé deux trois rapports parce que c'était publié et que cela m'intéressait. Mais donc je n'ai pas vraiment d'avis à donner. Je trouve que tout se ressemble un petit peu, on a l'impression que l'entreprise fait des trucs de dingue alors que non. Il y a un peu ce côté greenwashing parce que tout est présenté de manière bien jolie mais je ne sais pas si ça donne un constat et une image réelle de la performance de durabilité des entreprises. Maintenant à voir avec la CSRD si c'est mieux ou pas. Mais beaucoup disent que ces rapports vont être quand même assez indigestes. Mais je n'en ai pas encore vu, je ne sais pas encore à quoi cela ressemble.

**Tu penses que la directive va vraiment aider à la qualité de ces informations ?**

Je pense que ça va être complexe, mais mon avis c'est que cela va aider, c'est vraiment un élément déclencheur pour les entreprises de se mettre en action et de bouger. Il y avait des entreprises qui étaient déjà convaincues et qui étaient déjà les bonnes élèves au niveau de la durabilité et plein d'autres qui s'en foutaient complètement. Maintenant qu'il y a ce cadre-là, cela force tout le monde. Il y en a qui trouvent ça super, d'autres que cela fait chier parce qu'ils vont devoir mettre en place plein de ressources financières et autres pour pouvoir respecter la loi. Mais je crois que cela va aider et que c'est une bonne chose pour l'environnement pour la planète pour les personnes. Il faut aller dans ce sens sinon on n'arrivera à rien.

**Pour toi, il y aura une amélioration de la qualité donc.**

Oui de toute façon, toutes ces données vont être auditées. Avant il n'y avait même pas d'audit, ça c'est une grosse différence. Comme il va y avoir un suivi et une vérification des données, c'est censé être mieux oui.

**Pour toi, quels sont les parties prenantes qui utilisent ce genre d'information qui sont les plus affectées par ce manque de qualité qui existe actuellement ?**

C'est une bonne question. Dans les parties prenantes, les plus intéressées il y a les investisseurs qui demandent pas mal d'informations pour pouvoir voir la qualité de l'investissement. Pour moi, ce qui est le plus complexe en tout cas les grosses entreprises qui dans leurs chaînes de valeur doivent aller demander de l'information chez leurs fournisseurs ou chez leurs clients qui sont plus petits, cela peut peut-être coïncider. On dit voilà "reporte sur ton scope 1, 2 et 3", et le 3 il est hyper chaud parce qu'il faut demander des comptes à des plus petites boîtes qui ne sont pas obligées de publier de la même qualité qu'eux. Et donc ça pour moi cela doit être le plus complexe actuellement, c'est d'aller chercher l'information chez ces clients soit ces fournisseurs.

**Il n'y a aucun cadre légal qui engage ses petits fournisseurs à fournir ce genre d'informations à leurs partenaires ?**

Non, mais on dit que la CSRD va vraiment impacter toute la chaîne de valeur parce que si par exemple moi je travaille pour une super grosse entreprise et qu'elle veut me demander voilà « donne-moi ton bilan carbone », ou j'en sais rien... Et ben si je veux être partenaire avec ces

entreprises je vais devoir m'y conformer. Il n'y a pas de cadre qui vise spécifiquement pour le moment ces très petites entreprises mais si elles veulent continuer à être en collaboration avec des plus grosses, elles vont être forcées. Il y a même des entreprises qui les obligent à être certifiées Ecovadis, juste pour devoir être dans leur boucle de valeur.

**Pour passer plus spécifiquement à la comparabilité, pour toi maintenant quel est l'état actuel de la comparabilité des informations non-financières ? Est-ce que tu penses que la CSRD va pouvoir vraiment avoir un effet là-dessus ?**

De mon point de vue, dans tous les workshops que j'ai suivis, la grosse raison pour laquelle la Commission européenne a décidé de faire cette directive c'est justement pour améliorer la comparabilité. Donc pour moi, j'ai l'impression qu'avant c'était vraiment un peu voilà on fait un bilan carbone, il y avait 36 manières de le faire. Même dans le même secteur ce n'était pas possible de comparer des entreprises. Là maintenant qu'il y a un chemin à suivre, des standards sur la manière de suivre, la manière de reporter sur l'énergie, l'eau etc., j'ai l'impression que cela va être beaucoup plus comparable.

**Pour les normes ESRS, est-ce que pour toi elles vont bien répondre aux objectifs de la CSRD ?**

J'ai l'impression que les normes sont bien construites qu'il y en a pour chaque lettre, il y a du E du S et du G. cela couvre un large panel de données. Maintenant je sais qu'il y a toute une question, de ne pas appliquer sur tout si c'est non applicable. Il y a 10,000 cas possibles en fonction du secteur et de la particularité de l'entreprise. Est-ce que cela va être pertinent pour toutes les industries et les secteurs ? Mais j'ai l'impression qu'elles ont été construites d'une manière à pouvoir publier sur plein d'aspects différents de l'ESG et pas uniquement sur le climat, mais aussi sur tout ce qui est social et gouvernance quoi. Je n'ai pas une réponse claire pour dire oui ou non si les ERSR vont pouvoir répondre aux objectifs de la directive mais en tout cas la version actuelle, on verra si cette année si c'est le cas, j'ai l'impression que ça va se préciser de plus en plus et que le cadre va être de plus en plus contraignant et qu'à un moment cela va répondre aux objectifs quoi.

**C'est parce que j'avais été checker la version actuelle des normes proposées, et je suis allée voir le type de données qui vont être demandées et c'étaient beaucoup des données narratives et pas quantitatives.**

Oui 1/3 de qualitatif je crois

**Et donc je me demandais avec la comparabilité, un des objectifs de la CSRD, si cela va vraiment pouvoir répondre à ces objectifs**

Je pense qu'il a quand même 82 points de données quanti à mesurer, il a quand même pas mal de quanti mais c'est vrai que 1/3 de qualitatif, cela laisse un peu à désirer. En tout cas les commissaires au compte qui vont devoir aller auditer, je ne sais pas comment ils vont pouvoir comparer ces choses-là. C'est une bonne question, tout ce qui est qualitatif, je ne sais pas vraiment comment cela fonctionne.

**Dernière partie, concernant la NFRD. Même question qu'avant, est-ce que pour toi la NFRD a été une réussite pour tout ce qui est comparabilité et qualité des informations ?**

J'ai l'impression que non, et c'est pour ça qu'ils ont fait la CSRD, pour que ce soit plus contraignant. Moi dans ma formation, j'explique tout le contexte du cadre légal, le Green Deal et tout ce qui entre en compte. Je dis pourquoi ce passage de la NFRD à la CSRD, c'est parce qu'il y avait un problème de comparabilité, et qu'il n'y avait pas de standards précis et voilà, moi la CSRD vient répondre aux problèmes de la NFRD qui n'était pas assez contraignante quoi.

**Tu penses que la CSRD va pouvoir résoudre les soucis de la NFRD ?**

Elle va aller plus loin que la NFRD oui, résoudre les soucis je ne sais pas. J'ai l'impression que c'est encore trop tôt pour pouvoir avoir un constat là-dessus. J'ai l'impression qu'elle est plus complète et qu'elle va être plus contraignante vu que les entreprises vont devoir publier plus, et mieux sur la durabilité. Maintenant il y a aussi toute la question de pour l'instant c'est une directive européenne qui doit être retranscrite dans les droits nationaux, pas encore fait en Belgique. C'est pour ça que je ne peux pas encore donner des constats clairs, est-ce que c'est mieux, est-ce que ça va répondre aux problèmes de la NFRD, mais j'ai l'impression que c'est en bonne voie.

**Tu parlais de retranscription dans les différents pays, ça se passe comment de manière générale ? pourquoi c'est difficile de retranscrire une directive européenne dans un pays ?**

Je ne pense pas que ce soit difficile, mais il faut que le cadre européen doive correspondre à tous les pays, il faut que ça corresponde aux droits belges, droit français et voir les écarts par exemple comment en droit belge on caractérise une petite entreprise, il y a toutes des notions de critères, etc. et c'est pour ça qu'ils doivent voir un petit peu voir les écarts. La vérité c'est qu'il n'y aura pas beaucoup de différence. Pour l'instant la France c'est la seule qu'il l'a déjà fait et j'ai l'impression que dans les autres pays cela va être un peu similaire. Moi on me demande souvent oui mais voilà vous êtes en Belgique, est-ce que votre formation va respecter les droits français et je dis à chaque fois oui parce que pour moi j'ai l'impression qu'il n'y aura quasi pas de différences. Après je n'y connais pas bien, c'est vraiment du droit et du juridique mais j'ai l'impression que ce n'est pas un grand challenge, ils doivent juste voir si c'est en accord avec le droit belge, et les autres pays quoi.

**Merci pour tes réponses, j'en ai terminé de mon côté pour les questions. As-tu peut-être quelque chose à rajouter ?**

Non mais moi toutes mes réponses sont un peu orientées par ce que j'ai lu, ce que j'ai suivi et les formations. Je n'ai pas un avis de terrain qui sera peut-être très différent et je serai intéressé si tu arrives à voir des contacts avec des responsables ESG de grosses entreprises, qu'est-ce qu'eux disent ? mais voilà de ce qu'on lit dans la presse, sur LinkedIn et partout c'est que c'est un challenge, mais que voilà toutes les entreprises sont en train d'essayer de bouger et de mettre en place des processus pour essayer d'y arriver. Tu en as qui ont hyper facile parce qu'ils publiaient déjà là-dessus blindé, et d'autres où c'est vraiment un chantier, parce qu'ils doivent

tout mettre en place. Donc voilà moi c'est un avis par rapport à ce que j'ai lu et par rapport aux quelques entreprises que je rencontre. Mais les réponses ne sont pas à prendre au pied de la lettre.

**Pour rebondir à ce que tu dis, est-ce que tu penses que les entreprises qui doivent préparer leur reporting pour 2025 sont prêtes ?**

Je crois que c'est assez aléatoire, selon mon constat. Parfois je suis en appel avec des entreprises où tout est fait parce qu'ils devaient publier pour avril et donc c'était le rush et c'était fait. Et d'autres où ils sont en totalité plus de 500, et ils me disent "ah non on n'a jamais publié un rapport nous, donc on le fera l'année prochaine". Moi je ne veux pas les vexer mais je suis en mode "heu, et quoi ? Pas cette année ?" tu as l'impression que non, ils ne seront pas prêts cette année et qu'ils paieront les amendes où je n'en sais rien, et qu'ils s'en foutent des amendes et conséquences. Pour moi il y a vraiment de tout, je crois que c'est très aléatoire et qu'actuellement les +500 sont censés avoir eu leur rapport pour avril et fin voilà il y avait une date je ne sais pas quand, il y en a certaine qui ne sont pas prêtes et qui ne le font pas. Une sur deux j'ai l'impression, mais je suis plus en contact avec les +250, et ça a l'air d'être en bonne voie.

[Closing discussion]

## **1.2 Ludivine Tordeur (FR):**

[Introductory discussion]

### **Peux-tu m'expliquer dans quelle entreprise tu travailles et quel est ton rôle ?**

Je vais te faire part de mon parcours. J'ai suivi la voie classique. Bachelier en économie et gestion à Louvain-la-Neuve, puis un master en sciences de gestion à la LSM. Parallèlement, je me suis investie dans un club d'investissement, le LSM Investment Club, où j'ai eu la chance de gérer l'équipe « Internal » et puis j'ai co-présidé le club. La finance m'a donc toujours attirée. En Master 2, il fallait réaliser un stage et j'ai intégré une société qui finance des projets par de la dette privée. Leur rôle consiste à mettre en relation des investisseurs avec des projets. Ils réalisent une analyse de la santé financière des entreprises et établissent donc un rating crédit à ce moment-là. On m'a dit : "Ludivine, nous voudrions intégrer les critères ESG dans la société, cela te tente-t-il ?" J'ai répondu oui, d'accord, mais en vérité je n'y connaissais rien, à part l'avoir étudié à l'université, à la LSM. Je voyais juste si c'était un score rouge ou vert. De là, j'ai tout repris à la base de l'accord de Paris. J'ai commencé mon stage là-dessus et j'ai adoré ça. Je me suis dit que je voulais me spécialiser, et j'ai obtenu ma certification Bloomberg ESG.

Après avoir fini mes études, il fallait bien faire quelque chose, mais comme j'avais fait mon master en CPME, chez INEO actuellement, je voulais entreprendre. J'ai donc créé ma société appelée O Wise, dont la mission est de guider les investisseurs et les entreprises vers un monde plus durable, via justement les scores ESG. En fait, j'établis un rapport sur les sociétés avec un score à l'intérieur qui se base justement sur la CSRD. En fait, j'ai trois catégories : environnement, social et gouvernance, qui sont chacune notées. Dans chaque catégorie, j'ai des sous-catégories, qui sont reprises dans la CSRD, chacune ayant une note, et puis j'en fais une note globale et j'en fais tout un rapport dessus. En gros, c'est ça. En sachant que je tiens compte de la matérialité. En fonction du secteur, mon scoring sera différent. Il y a des choses qui sont plus importantes que d'autres en fonction du secteur, ça je le pondère.

### **Ok, donc différentes catégories de facteurs et différents poids attachés.**

Oui, pour te donner un exemple, pour une compagnie aérienne, la pollution de l'air sera plus importante que pour un service aux entreprises.

### **Combien êtes-vous dans ta société ? Je sais que via INEO, vous devez réaliser un projet en équipe, as-tu gardé cette équipe ?**

J'ai réalisé un projet avec INEO mais nos chemins se sont séparés. Si j'ai appris une chose chez INEO, c'est l'importance de bien s'entourer. Du coup, j'ai monté ma boîte toute seule mais maintenant je me suis constituée une petite équipe. J'ai une RH et deux vendeuses. Mon point faible, c'est la vente. Je suis plus dans l'analyse pure normalement. Donc là, j'ai monté ma petite équipe, ça a pris du temps. Pour te dire, elles ont signé la semaine dernière.

### **Trop chouette, félicitations !**

Merci ! Mais donc voilà, nous sommes quatre au total. Mais c'est toujours moi qui reste dans l'analyse pure, eux, ils vont plus être dans les ressources humaines, vente, etc.

**Oui, comme fonction de support.**

C'est ça. À terme, j'aimerais agrandir l'équipe, mais quand j'aurai plus de clients réguliers et que je pourrai me le permettre aussi.

**Par curiosité, est-ce que tu vises des entreprises en particulier ? Ou tu démarches tout type de clients ?**

Pour moi, ce sont plutôt les moyennes entreprises. Je t'explique pourquoi. Généralement, les grandes entreprises, ce sont justement des entreprises qui étaient déjà soumises à la NFRD et qui devaient déjà prendre en considération un reporting extra-financier. Donc, elles ont généralement déjà des départements qui s'occupent de ça. Moi, je n'ai aucune valeur ajoutée pour elles, elles savent déjà très bien, entre guillemets, ce qu'il faut faire. La petite boulangerie du coin, ça ne sert à rien non plus parce qu'on n'est pas encore à ce stade-là. Donc, ce sont plus les moyennes entreprises, mais ça peut fort varier. Je t'explique pourquoi : j'ai eu un client ici, ils sont deux, on pourrait considérer ça comme une micro-entreprise, mais ils font 10 millions de chiffre d'affaires. Donc, tu vois, ça dépend un peu, c'est déjà des entreprises qui ont une certaine tranche en chiffre d'affaires, mais tu peux avoir très peu d'employés, comme tu peux avoir beaucoup d'employés avec un chiffre d'affaires un peu plus bas. Donc ça dépend, moi je vise les moyennes entreprises, mais ça dépend en fonction. En tout cas, les trop grandes, ça ne sert à rien. Ce n'est pas pour moi en tout cas.

**Tu disais que tu te basais sur la CSRD. Pourquoi la CSRD et pas un autre système de fonctionnement ?**

Parce que la CSRD, c'est Européen. C'est là que c'est un gros avantage. La CSRD, il faut la voir comme ça : c'est comme un canevas pour les entreprises. En gros, le but de l'Europe, c'était d'uniformiser quelque chose en fait. Parce que les entreprises, elles sont beaucoup dans le flou, etc., pour le moment. On sait qu'il y a une norme, mais bon voilà quoi. On ne sait pas encore, on peut encore attendre, etc. Le fait de se baser sur des normes qui sont européennes me permet déjà de toucher un plus grand secteur cible, si je veux aller le faire en France, je peux le faire en France. Et en soi, c'est l'avenir. À un certain moment, toutes les entreprises vont devoir être confrontées à cette CSRD, donc je préfère me baser là-dessus. J'ai lu la CSRD en entier, c'est un peu costaud. On comprend en lisant ce qu'il se passe : il y a des KPI qui sont obligatoires, des KPI qui sont facultatifs, c'est un peu en fonction de l'entreprise. Et donc, à partir du moment où on capte ce qui est important, on peut très bien se baser dessus et voilà.

**Concernant la directive en elle-même, comment est-ce que tu perçois l'impact de la CSRD sur le reporting extra-financier des entreprises ?**

Je trouve que cela a un impact positif. Bien qu'on ait l'impression que c'est un peu un labyrinthe de jongler entre toutes ces normes. Comme j'ai dit avant, le but est vraiment d'harmoniser les choses. En fait, l'Europe a vraiment voulu qu'il y ait une démarche à suivre, si on veut, pour pouvoir faire ce rapport extra-financier. Avant, les entreprises étaient libres. On leur disait : vous devez faire un truc extra-financier, on ne leur disait pas quoi exactement. Donc, on faisait souvent face à du greenwashing, etc., parce qu'on disait que ce qui était bien et ce qui était mal, on s'en fichait complètement. Pour moi, ça a un impact positif qui est encore

très flou pour les entreprises, parce qu'elles sont complètement perdues, on ne va pas se mentir. Il leur faut du temps, des formations, etc., mais ça leur permet quand même de savoir quelles données il va falloir utiliser, pouvoir les évaluer en fonction du temps parce que ce sont toujours les mêmes qui vont revenir. Et donc, pour moi, positif en tout cas.

**Quels seraient les défis des entreprises qui doivent préparer leur rapport à cette nouvelle directive ? Qu'est-ce qui va ou qui actuellement pose un souci ?**

Déjà, les mettre en place. Il faut qu'ils comprennent ce qu'il se passe dans cette CSRD. La question c'est : est-ce qu'ils vont l'implémenter eux-mêmes ou est-ce qu'ils vont la faire faire ? Ça c'est une grosse question parce qu'il faut voir ça de deux manières : est-ce qu'on engage des personnes pour pouvoir le faire ou est-ce qu'on fait appel à des agences ? Il y a surtout un coût financier derrière. Certes, on fait appel à une agence et ça coûte plus cher donc il va falloir débloquer des fonds à ce moment-là pour pouvoir payer. Mais engager des personnes ça va coûter moins cher dans un premier temps mais le problème c'est que la mise en place va demander beaucoup de personnes mais à la fin il y aura des personnes aussi, ils vont avoir besoin de moins de personnes et vont devoir virer des gens. À ce moment-là, quid ? Virer quelqu'un ça coûte aussi cher et ça ne peut pas se faire comme ça. Donc, je pense qu'il y aura un enjeu financier derrière et un enjeu organisationnel, pour moi ça va être les deux principaux. Je ne sais pas si tu avais relevé d'autres points à ce niveau-là dans les enjeux ?

**Je n'ai fait qu'une seule interview pour l'instant avant toi, et ce qui avait été retenu c'est aussi le souci de personnel et de connaissance de la directive. Comme tu dis, c'est assez indigeste, et il y a aussi ce problème de conscientisation à l'importance de cette directive. Ça rejoint un peu ce que tu dis, mais il y a cet aspect personnel.**

Oui, ils ont aussi, à mon avis, des formations pour les entreprises et surtout les dirigeants d'entreprises qui vont devoir d'abord un peu s'y mettre pour pouvoir un peu après...

**Oui, ils n'auront pas le choix.**

Ils n'auront pas le choix, mais heu... cette personne a raison sur ce point-là, parce qu'il faut que les gens soient formés.

**Ok, tu penses que certains secteurs ou industries vont avoir plus de mal à se préparer pour cette directive ?**

En fait, je pense que ça dépend de comment ils amènent cette directive et quelles sont leurs valeurs en fait. Ça dépend totalement. Si maintenant il y a une entreprise qui est dans la construction mais qui a toujours fait attention aux impacts environnementaux et sociétaux, pour eux cela ne va pas vraiment poser un problème puisque c'est quelque chose qui est ancré depuis le début. Mais si maintenant la société aussi de construction n'a jamais utilisé ça, et qui sont dans la pure construction, instaurer un département là-dedans cela va être difficile. Un autre exemple, une entreprise familiale, mais quand même une grosse entreprise familiale qui eux vont avoir du mal à déléguer des choses. Est-ce qu'elles vont savoir faire appel à des gens, comment elles vont procéder ? Cela dépend, pour moi, de la culture de l'entreprise d'abord, et en fonction de ça tu en auras qui auront plus facile que d'autres. La par exemple j'ai fait une société qui est dans le leasing de bateaux. Ils pourraient très bien se dire, pourquoi est-ce qu'ils

prendraient en compte les critères ESG mais ils sont en phase d'une création d'une filiale et ils voulaient un score prévisionnel pour savoir comment pourrait être leur impact. Eux dès la base ils intègrent. Ils auront facile parce que les KPI ils savent très bien ce que c'est, et ils vont aller directement dedans.

**Pour toi, quelles sont les étapes à suivre pour les entreprises dans leur préparation à cette directive ?**

Je pense que le premier point qu'elles vont faire par logique c'est regarder le planning. Les entreprises sont beaucoup là en mode c'est pas encore pour nous mais ça le sera. Et le problème c'est que moi j'ai peur que ce soit trop tard quand elles vont s'en rendre compte et, quand cela devra être appliqué. Là, qu'est-ce qu'il va se passer ? Elles vont se dire, il va falloir lire, qu'est-ce qu'on est concerné ou pas, qu'est-ce qu'on doit faire, en fonction de ça elles vont certainement se former. Puis c'est décider de créer un département ou faire appel. Et puis elles vont le faire tout simplement.

**Deux challenges qui ont été mis en avant dans ma littérature auxquelles les agences de notation financière font face, c'est la comparabilité des informations non financières et sur la qualité, dont tu parlais avec le greenwashing notamment, de ces informations publiées par les entreprises.**

**En parlant de cette qualité, que penses-tu actuellement du niveau de qualité publié par les entreprises dans leurs informations non-financières ? Y a-t-il un secteur qui a plus tendance à révéler des informations de meilleures qualités contrairement à d'autres ?**

En termes de secteur, je ne pourrais pas te répondre. Je ne sais pas s'il y a un secteur mieux que l'autre. Le problème actuel c'est que les entreprises publient ce qu'elles veulent. J'ai remarqué en lisant des rapports extra-financiers, qu'il y a des thèmes qu'elles n'abordent absolument pas. Et donc en fait, on a l'impression que c'est une entreprise waouh, incroyable etc., mais en fait quand tu creuses un peu plus, tu te rends comptes que en fait, que la disparité salariale dans des pays en Asie etc., où ils sont implémentés où ils ne devraient pas forcément l'être. Et ça, ils ne l'expliquent pas dans leur rapport extra-financier. En fait, ils vont se dire : « nous on a inventé un nouveau truc, on consomme beaucoup moins de pollutions, regardez..., nos délais de paiements ils sont bons ». Je te donne un exemple bête. Mais donc pour moi il y a des entreprises qui prennent ça à cœur, et j'en ai lu où c'est quand même bien mais d'autres... c'est pas catastrophique mais c'est pas terrible.

**Est-ce que tu penses que la CSRD va être efficace à améliorer ce manque de qualité, qui est un de ses objectifs ?**

À long terme, mais pas à court terme. Pourquoi ? Tout simplement parce que les agences de notation et les agences d'extra financiers ne sont pas encore accréditées. On peut mettre tout et n'importe quoi et qui va vérifier derrière que tout est correct dedans ? Imagine le nombre de sociétés qui vont devoir fournir un rapport extra-financier, déjà rien que pour la NFRD il y en a 50,000 si je ne dis pas de bêtises. Bon, ça c'est la première année, l'année prochaine il y en aura encore je ne sais pas combien, et ainsi de suite. Il faut que des gens vérifient derrière, parce que si ce n'est pas vérifié...

**Ce n'est pas justement écrit dans la directive que des auditeurs devront vérifier ces informations ?**

À l'heure actuelle, il n'y a rien du tout. L'Europe dit que c'est en fonction du pays, le pays fait ce qu'il veut... on en est là. À l'heure actuelle cela ne pourrait rien changer. Ils en ont parlé, de faire un projet de loi pour que les agences de notation soient justement accréditées par l'ESMA pour que du coup que ce soit un peu plus légitime quand même et qu'elles vérifient derrière ce qu'il se passe. Si elles ne le font pas, alors ça ne servira à rien, on reste dans le même stade. Si alors il y a une accréditation derrière que des gens vérifient ce qu'il se passe, ou que l'entreprise peut le faire elle-même mais il faut que ce soit vérifié par quelqu'un, ou que l'agence de notation le fasse elle-même et qu'elle est accréditée et ça ira. S'ils ne font pas alors ça ne sert à rien, la NFRD c'était la même alors tu vois.

**C'est assez surprenant...**

C'est surprenant oui, mais en fait ils essaient de mettre quelque chose en place, mais c'est d'une ampleur colossale, il faut dire ce qui est. C'est pas bête ce qu'ils font, on a beau leur dire, parce que les gens disent « oui encore des normes..., l'Europe ça part en cacahuète », mais en fait pas du tout. Ce qu'ils font être très intelligent et c'est un pas énorme. C'est juste que pour mettre ça en place et que toute l'union européenne soit d'accord, c'est aussi compliqué.

**Et du coup il y aura des amendes pour les entreprises qui ne vont pas publier ces informations mais il n'y aura pas de vérification sur l'information en tant que telle...**

En tout cas pour le moment ils n'en parlent pas, c'est un projet de loi. Mais bon projet de loi, le temps que ça passe au parlement machin et tout, il faut 18 mois donc eux..., il y a encore le temps quoi. Mais bon pour ça que je te dis à court terme non, mais à long terme oui.

**Et concernant le souci de comparabilité auxquelles ces agences font face, même question qu'avant, mais du coup j'imagine que c'est plus ou moins la même réponse aussi... Que penses-tu du nouveau de comparabilité maintenant de ces informations non-financières publiées par les entreprises en Europe, et penses-tu que la CSRD va pouvoir aider à ce**

C'est la même réponse ! C'est exactement ce que je viens de dire, c'est en fonction des entreprises et de leurs valeurs. La CSRD aidera mais à long terme. Et ça cela va les guider aussi. Il y en a beaucoup qui se disent bon je dois remettre un rapport extra-financier mais qu'est-ce que je dois mettre dedans ? C'est ça aussi il y a des choses auxquelles on ne pense pas. Moi quand j'ai lu la CSRD, je me suis dit, waw c'est vrai je n'y pense pas du tout à ça. Par exemple la biodiversité et les écosystèmes, est-ce que l'entreprise a vérifié que cela n'avait pas un impact sur les espèces des animaux sur la liste rouge... j'étais là oui ok on va jusqu'à ce point-là. Franchement tu tiendrais une entreprise tu ne te dirais pas ok est-ce que je dois vérifier ça, je ne pense pas que cela vienne à l'esprit à un moment. Donc cela doit aussi guider et permettre aux entreprises de savoir quoi mettre.

**Selon toi, qui sont les principaux utilisateurs de ces informations publiées qui vont pouvoir bénéficier de cette amélioration à long terme ?**

Les investisseurs hein, pour moi ce sont les premiers. Parce que les fonds d'investissement maintenant ils veulent un score ESG, il n'y a rien à faire, surtout avec la nouvelle taxe qui est en train de se mettre en place avec les principaux fonds. C'est eux, c'est principalement eux, il y a des projets quand j'ai travaillé à mon stage etc. et « si vous n'avez pas un score ESG, nous c'est même pas la peine que vous nous présentiez le projet ». Donc ça a beau être hyper rentable, s'il n'y a pas un minimum de sustainable et de social derrière, c'est même pas la peine d'y penser. Donc pour moi, surtout les entreprises, les entreprises qui vont devoir faire des lever fonds des scale-up etc., ils seront obligés pour les investisseurs. On parle toujours de profit, peu importe les études qui se passent, je repense à l'étude de McKinsey, qui avait dit que pour une entreprise d'un même profil dans un même secteur avec un même chiffre d'affaires, etc. si elle prenait en compte les critères ESG il y avait de meilleurs dividendes à la fin. Donc si tu veux je t'enverrai cette étude, c'est toujours intéressant. On pourrait dire pour bien parler que oui c'est pour l'entreprise elle-même elle aura une meilleure image, ce qui est vrai pour les clients, etc. ça dépend aussi à quelle échelle, B2B, B2C, ce sera encore différent. Évidemment maintenant les clients ils voient bien qu'ils veulent des trucs plus écologiques, etc. qui respecte les droits de l'homme et tout. Oui ça aura un impact, mais ce ne sera pas le plus grand impact pour les entreprises. Pour les entreprises, c'est la rentabilité. Ça a toujours fonctionné comme ça et je ne pense pas que ça changera.

**Je voulais aussi parler avec toi des normes ESRS proposées par l'EFRAG, qui ont pour objectif de donner des guidelines plus précises que les entreprises vont devoir suivre pour répondre aux objectifs de la CSRD. Est-ce que tu penses que ces normes ESRS vont pouvoir répondre aux objectifs de la CSRD ?**

Oui, moi je te réponds clairement oui ! Les ESRS ce sont des sous-thèmes, c'est clairement des sous-thèmes en environnement, social et gouvernance et en fait ces sous-thèmes reprennent les KPI qu'il faut mettre dans un rapport extra financier. Donc heu oui ça va aider, d'office, c'est une suite logique des choses. En fait ils ont appelé ça la CSRD qui en fait en catégories en environnement, social et gouvernance, des sous-thèmes qui ont appelé ça ESRS et c'est parti comme ça.

**J'avais regardé la proposition actuelle proposée par l'EFRAG et je me suis amusée à regarder les informations que les ESRS allaient demander et j'étais assez surprise de voir encore pas mal d'information de type narratives et qui du coup est un peu contraire à cet objectif de comparabilité des informations, etc.**

Dans les ESRS, il y a en fait des points qui sont obligatoires et des points qui sont facultatifs. C'est bien formulé, je ne sais plus exactement la phrase mais c'est « l'entreprise peut soumettre », ce n'est pas doit mais « peut » et donc à ce moment-là elle peut choisir. Sur ceux qui sont importants, ils sont obligatoires et cela peu importe le secteur dans lequel on est.

**Ok, et ce sont des données plus de type quantitatif ?**

Oui, en fait, comment ça se passe, en fait généralement il faut des données quantitatives et à ça il faut une politique qui s'ajoute. Donc, on va dire par exemple, « quelles sont les émissions de CO2, machin scope 1 » bah ça ce sont les émissions de scope 1, quelle est votre politique relative par rapport à vos émissions scope 1, qu'est-ce que vous allez faire. C'est ça le but, ils

veulent mélanger du quantitatif avec du qualitatif. Parce qu'en fait on ne leur demande pas d'être meilleur l'une que l'autre, on leur demande de faire un effort et de prendre en considération les critères pour devenir meilleurs, mais pas pour devenir la meilleure. Il faut plus le voir comme ça. Parce qu'en fait on a toujours tendance à comparer, comparer, comparer mais au final non, on est là pour s'améliorer.

**Par rapport à la NFRD, qui s'est mise en place pour l'année financière 2017, selon toi quel a été l'effet de la NFRD sur ce reporting extra-financier ?**

Alors je t'avoue que je ne m'y connais pas en NFRD, je connais beaucoup moins. Pour moi l'avantage si je devais comparer, l'avantage c'est que la NFRD c'était une norme on va dire qui était obligatoire que pour certaines sociétés, qui avaient un certain bilan, chiffre d'affaires, nombre d'employés. Que la CSRD cela va s'appliquer à tous. C'est ça la grosse différence. Ils se sont dit : "ok la NFRD c'est bien, mais c'est pas assez et c'est pas pour tous". Je pense que c'est pour ça qu'ils ont été vers la CSRD, après rentrer plus en détails j'en serai pas capable de te le dire, je ne vais pas te dire de bêtises, je ne connais pas bien.

**Ça va merci, écoute on a parlé de tout ce dont je voulais parler. Je ne sais pas si de manière générale tu as quelque chose à rajouter ?**

Non, plus rien à ajouter.

**J'ai alors peut-être une dernière question : est-ce que tu penses que les entreprises qui doivent remettre leurs rapports financiers de 2024 pour 2025, est-ce que tu penses que là actuellement ces entreprises sont prêtes ?**

Celles qui doivent faire pour l'exercice ici elles sont prêtes parce que ce sont celles qui sont déjà soumises à la NFRD. Et encore, si elles ne sont pas prêtes elles le sont en partie, et elles vont remodeler pour être dans les temps. Mais l'année prochaine, non. Elles ne sont pas prêtes. Ça ne m'étonnerait pas que l'Europe dans un an dise « on va être un peu plus flexible et leur laisser un peu plus de temps », cela m'étonnerait pas du tout. Parce que tu vas parler à des dirigeants d'entreprise et la CSRD et les ESG ils sont là : « ah quoi ? » donc c'est aussi difficile à ce niveau-là. Et tant qu'ils en n'ont pas conscience et qu'ils ne sont pas formés et qu'ils ne le savent pas ... donc voilà. C'est la réalité des choses, ils le seront à un moment, mais les délais sont très courts, faut dire ce qui est. La CSRD a été appliquée ici au mois de juillet 2023. Bon, ça ne leur laisse que 1 an et demi pour celles qui n'ont jamais été soumises. 1 an et demi c'est très court au final...

**Oui, surtout pour celles qui ne comprennent pas encore, qui ne sont pas conscients de la durabilité, de son importance et de leur impact sur ça...**

Et tu en as qui vont dire : oh je ne savais pas que j'étais soumise hein. Donc heu... parce qu'en fait c'est un truc qu'on entend parler, mais je ne sais pas si les entreprises ont été notifiées en tant que telles, ce serait intéressant à savoir, si elles ont reçu un message, un courrier officiel pour dire qu'elles y sont soumises ou je ne sais pas.

[Closing discussion]

### **1.3 Nathan Drion (FR):**

[Introductory discussion]

**Pour commencer, est-ce que tu peux peut-être te présenter pour savoir un peu qui tu es ?**

Ouais, top. Je m'appelle Nathan, j'ai 27 ans. Du coup, j'ai probablement fait un peu le même parcours que toi, donc j'ai fait un bac en sciences éco, puis un master à la LSM en sciences de gestion avec une majeure en sustainability. Euh, j'ai également fait mon mémoire sur les prémices de la CSRD à l'époque, donc il y a déjà un petit temps, donc c'était pas encore du tout aussi avancé que maintenant. Et depuis lors, ça fait 2 ans et demi que je travaille chez PWC, dans l'équipe sustainability, et en effet, la CSRD et tout ce qui en découle est clairement une des choses sur lesquelles je travaille beaucoup et je passe le plus clair de mon temps aussi.

**Et tu sais m'expliquer un peu ce que tu fais en tant que consultant en sustainability ?**

Alors, en tant que consultant en sustainability, en tout cas, ce que je fais dans mes missions, ça serait disons d'essayer d'implémenter la CSRD dans les entreprises donc ça c'est un peu une manière grossière évidemment parce que ça implique plein de choses. Ça implique d'intégrer ça dans la stratégie autant de leur corps stratégique que dans leur reporting actuel, qui est souvent soit déjà en partie non financier ou bien seulement financier. Mais du coup, ce qui est en train de changer. Et de là aussi en découle pas mal de choses pour les entreprises et moi j'aide avec ça. Par exemple, la CSRD oblige les entreprises à faire une analyse de double matérialité. Donc moi, je veux dire que par travailler là-dessus, on aide du coup des entreprises là-dedans. Euh donc voilà, il y a pas mal de choses et surtout même pour moi, il y a quand même beaucoup de choses qui arrivent. Donc, tout ça est encore assez nouveau et donc on doit constamment s'adapter à ce qui arrive autant dans une marche et tout ça donc voilà.

**Pour commencer plus dans le concret, est-ce que tu peux m'expliquer selon toi, comment est-ce que tu vois l'impact de la CSRD sur le reporting non financier ?**

Déjà, le reporting non financier était déjà quelque chose qui était fait de manière légère via la NFRD en Europe. La CSRD qui vient modifier tout ça avec disons, déjà un scope beaucoup plus large d'entreprises par vague. C'est-à-dire que l'information non financière va concerner beaucoup plus d'entreprises et donc beaucoup plus de gens et donc il y aura de plus en plus de données qui seront disponibles, accessibles et donc reportées. Donc ça, je pense que déjà c'est quelque chose d'important, c'est de se dire que, en termes de quantité d'informations, ça va beaucoup changer. On parle d'un scope de 10 000 entreprises précédemment pour la NFRD à un scope, disons, de 45 000 – 50 000 entreprises à travers plusieurs vagues évidemment. Du coup, la première vague qui va arriver la seconde sera un an après, et cetera donc. Déjà, je pense que là la quantité de données disponibles sera beaucoup plus importante. Ce qui découle de celle-ci, c'est qu'au plus il y a, disons, une quantité d'informations, au plus, il faut savoir la traiter : savoir quoi trouver comme information, ce qui est intéressant ou pas. On parle de reliability of information, ça c'est quelque chose qui va aussi de source avec la NFRD. Donc au plus il y aura d'informations, au plus, disons, ces informations seront fiables car pour l'instant, il y a quand même pas mal, disons, de liberté en termes de comment reporter, de

comment collecter les données. Donc, avec la CSRD et tout ce qui en découle, notamment certains standards à utiliser, l'assurance limitée qui est obligatoire.

Donc tout ça va faire que toutes ces informations-là seront, disons, euh, beaucoup plus construites et on pourra beaucoup plus faire confiance à ces informations. Parce que, actuellement, une entreprise qui met, moi, j'émet X tonne de CO2, si ce n'est pas audité, globalement elle peut mettre n'importe quoi. Et donc ça c'est, je pense, quelque chose de très important, qui va arriver aussi. L'audit de toutes ces données, ça va énormément changer la qualité. Et du coup de toutes ces informations, donc ça je pense que c'est très important aussi. Euh, je fais aussi un petit peu d'audit non-financier donc je vois aussi ce qui est déjà, comment font les entreprises etc. Donc ce n'est pas encore obligatoire donc. Ça reste que chaque entreprise fait un peu à sa manière. Il y a quand même des standards, mais comme il n'y a pas d'obligation, bah du coup certaines entreprises utilisent des méthodologies qui ne sont pas hyper adéquates pour leur entreprise, ou bien etc. donc disons normer et normaliser toutes ces données via l'audit, ça va disons énormément du coup améliorer la qualité et du coup aussi ce qu'on pourra en faire de ces données donc. Comparer les entreprises sur des mêmes données, etc. donc tout ça va fort aider.

Euh ensuite oui, donc je viens juste d'en parler, tout ce qui est comparaison de données on va, disons enfin pouvoir vraiment comparer les entreprises via leur performance disons non-financière, du coup, via l'audit qui va assurer le fait que la plupart de ces données seront, disons, correctes. Enfin, dans le cas d'une assurance limitée, tu mets en avant le fait que tu n'as rien vu qui permet de te dire que c'est faux. Plus tard, ce sera une assurance qu'on dit raisonnable, qui sera du coup au niveau du coût de l'audit financier où là, tu affirmes vraiment que cette donnée est juste, mais donc ça encore un chemin. Mais à terme, donc dans 3,4,5,6 ans on va plus tendre, du coup vers une assurance qu'on dit raisonnable. Plus on va avancer, plus la qualité et la quantité d'informations non financières va arriver au même niveau que l'information financière et donc on pourra vraiment du coup analyser les entreprises, disons sur les 2 tableaux. Mais enfin là, je dis deux tableaux, mais en soi, ça va un petit peu de pair aussi, donc il ne faut pas forcément voir à moyen terme une différence. D'ailleurs, on voit aussi c'est qu'il y a beaucoup d'équipes financières d'entreprises qui s'approprient une partie des sujets non-financiers, qui se rassemblent là-dessus parce qu'eux, le reporting et les datas, bah c'est leur spécialité et donc ils se spécialisent et se forment sur toutes ces questions non-financières. Parce que pour finir, ça va devenir une seule et même entité en termes de reporting et du coup en termes de données aussi.

### **Et maintenant, PWC s'occupe de préparer plus des PME ou vous avez encore des grandes entreprises pour cet exercice financier 2024 ?**

Disons que ceux qui nous demandent de l'aide, ce sont celles qui sont les plus pressées. Donc, il y a des entreprises qui s'y prennent bien à l'avance, d'autres un peu moins. Il y a des entreprises qui étaient déjà assez matures en termes de reporting non financier parce que par exemple elles se faisaient déjà auditer sur pas mal de données non financières parce que c'était une demande de certaines parties prenantes, etc. Donc, il y a certaines entreprises qui sont déjà très avancées, d'autres qui ne le sont pas du tout. Et donc on voit que c'est un peu la course. Mais du coup, en tout cas à court terme, c'est plutôt tout ce qui est grosses entreprises qui

demandent de l'aide à ce niveau-là. Je pense que c'est le cas chez nous, mais c'est un peu le cas chez tout le monde aussi.

**Et tu penses que ces entreprises vont être prêtes à temps pour faire le reporting ?**

Alors, je n'ai pas une vue complète, surtout des entreprises qui doivent être compliant pour la CSRD pour la vague 1, il y en a beaucoup quand même, mais en tout cas ce que je vois c'est que même si certaines ne seront peut-être pas prêtes ou bien qu'elles ne le font pas correctement, il y a quand même une prise de conscience que maintenant toutes les entreprises sont vraiment concernées par ça. Et donc se dire que ce n'est plus un sujet, tout ce qui est ESG qu'elles pourront, disons, mettre sous le tapis. Et donc voilà, je pense que toutes les entreprises sont concernées, après il y en aura qui seront plus peut-être plus prêtes que d'autres. Il y en a qui trouvent cet exercice que c'est seulement pour elles un exercice de compliance et de reporting, il y en a d'autres qui trouvent ça vraiment important et qui intègrent ça vraiment directement dans leur stratégie. Mais ça, évidemment, ça dépend de l'entreprise et il y a de tout. Donc il y en a vraiment qui prennent tous ces sujets-là à cœur et qui intègrent ça vraiment dans leur management du quotidien et d'autres, c'est purement un exercice de compliance. Donc, vraiment il y a un peu des deux.

**Quels sont les principaux défis auxquels les entreprises vont faire face quand elles vont se préparer pour ce reporting sous la CSRD ?**

La première chose à laquelle elles font face, c'est d'abord l'analyse de double matérialité, donc savoir quels sujets sont importants pour elles, sur lesquels elles doivent du coup reporter, mais aussi collecter beaucoup de données. Et ça, cela vient au second point, c'est la collecte de données non financières qui n'est actuellement encore pas facile. Parce que surtout pour les grandes entreprises qui sont implantées dans des dizaines de pays où les informations ne sont pas disponibles de la même manière et donc voilà. Donc, il y a cette analyse de double matérialité, il y a la collecte de toutes les données qui suivent cette analyse et ensuite avec toutes ces données il faut essayer d'harmoniser ça à toute l'entreprise et c'est ça qui est parfois pas facile parce que les lois ne sont pas les mêmes dans les autres pays... Enfin voilà donc tout ça fait que le fait de devoir harmoniser tout ça surtout sur une grande entreprise à grands groupes avec plein de filiales avec plein de bazar, au plus il y a de filiales, au plus il y a des complexités à faire, dont une collecte de données qui est disons du même niveau pour toute l'entreprise. Donc ça, je pense que c'est quand même un des gros défis, surtout pour les grandes entreprises qui sont là maintenant en vague 1 et 2, disons ça comme ça.

**Tu parlais de parties prenantes un peu plus tôt. Pour toi, quelles sont les parties prenantes qui vont bénéficier le plus de cette nouvelle directive ?**

C'est une bonne question. Je pense que déjà tout le monde financier va quand même beaucoup bénéficier de cette directive parce que de plus en plus d'acteurs financiers voient aussi les choses un peu plus à long terme. Les investissements verts et tout ça donc ça va disons aider à développer tout ça et à se dire que si on a de bonnes données non financières, qu'on est performants, et qu'on a de bonnes trajectoires, etc., ça va aider aussi à pérenniser les entreprises dans le temps. C'est-à-dire que si on a de bons objectifs et qu'on a les moyens de les réaliser, pour tout ce qui est investisseur ça donne une certaine garantie à beaucoup plus long terme.

**Pour toi, quelles sont les grandes étapes à suivre pour mettre en place ce nouveau reporting ? Je ne sais pas s'il y a un genre de canevas que vous utilisez ?**

Les grandes étapes... Mais je pense que déjà ça dépend beaucoup de l'entreprise, du type de l'entreprise, ça dépend aussi de la maturité de l'entreprise. Donc je pense que pour mettre le reporting en place, clairement il faut commencer par se demander sur quoi est-ce que je dois reporter. Donc c'est pour ça qu'il y a cette analyse de double matérialité. Ensuite, une fois que je sais sur quoi je dois reporter, c'est collecter toutes les données pour pouvoir reporter dessus. Et ensuite ce sera comment reporter. Voilà donc ça dépend de beaucoup d'entreprises, mais il y a quand même cette étape de sur quoi j'aurais reporté, et ensuite toute cette collection de données, et ensuite comment je reporte. Donc je pense que ça c'est le plus important. Après dépendant de l'entreprise, on peut aller beaucoup plus en détail parce que ça va dépendre de beaucoup de choses.

**OK ! Dans ma littérature, deux soucis mis en avant auxquels font face les agences de notation financière c'est deux points que t'as déjà mentionnés : la qualité de l'information non-financière et sa comparabilité. Pour en parler un peu plus, à quel point penses-tu que ce nouveau reporting va pouvoir résoudre ce souci de qualité dans les informations publiées par les entreprises ?**

Je pense que la CSRD va petit à petit, ce sera pas d'un coup, ce sera un chemin, et donc dans les 5, 10 prochaines années, on aura des informations qui seront de bien meilleure qualité que maintenant. Tout simplement, parce que comme j'ai dit, ce qui va beaucoup changer c'est le fait que ces données doivent être auditées. Et donc ça va vraiment changer la qualité du coup des données. Et ensuite il y a la comparabilité. Parce qu'actuellement, les entreprises doivent dire qu'elles reportent sur certains standards, donc environnementaux, sociaux, et puis de gouvernance. Mais plus tard, il y aura vraiment des standards par secteur et tout ça. Donc au plus ça va avancer, au plus on saura vraiment comparer des entreprises par secteur par pays, par industrie, enfin voilà.

Donc au plus tout ça va avancer, au plus on saura vraiment comparer les entreprises. Disons que là, les standards sur lesquels toutes les entreprises doivent se conformer et donc faire face, c'est des standards disons les plus généraux possibles qui peuvent s'appliquer à beaucoup d'entreprises mais donc rien que ça déjà, ça va déjà permettre de pouvoir comparer certaines entreprises entre elles pas forcément par secteur mais entreprise par entreprise. Et donc faire des benchmarks, voir quel secteur est bien, et donc pour se comparer par rapport à secteur et puis après viendra vraiment des standards beaucoup plus spécifiques par secteur. Donc voilà tout ça disons c'est un chemin, et je pense que tout ça et le fait que les données doivent être auditées va vraiment améliorer pour les agences de notation, la fiabilité des données qu'elles pourront utiliser.

**Tu parlais des standards, j'ai vu du coup qu'il y avait les ESRS qui sont les standards qui sont censés préciser ce que les entreprises doivent reporter. A quel point penses-tu que ces standards répondent aux objectifs de la CSRD ? Parce que de ce que j'ai vu, c'est beaucoup d'informations de type qualitative, et qui sont donc par définition beaucoup plus difficiles à comparer.**

Oui après ce qu'il faut savoir aussi, c'est que ces standards étaient très complets, étaient même très longs et très très complets, et au fur et à mesure ont été dits allégés. Parce que sinon pour les entreprises ça va être possible. Donc pour plein de raisons je pense qu'il y a eu, tout ça a été allégé et donc maintenant ces standards sont une version simplifiée des toutes premières versions qui étaient vraiment beaucoup plus complètes. Ça n'empêche que oui il y a beaucoup d'informations dits qualitatives qu'il faut reporter. Cela n'empêche que pour les sujets dits je pense les plus importants, enfin peut-être pas les plus importants mais en tout cas qui concernent presque toutes les entreprises c'est-à-dire le standard E1, qui est climate change, et S1, c'est own workforce. C'est les 2 déjà c'est les 2 plus longs en termes de quantité d'informations à fournir et ensuite il y a toute une partie sur les metrics, donc tout ça fait que oui il y aura beaucoup de dits de blabla surtout sur les politiques que les entreprises mettent en place, s'ils font des actions pour ça, enfin donc voilà.

Donc ça sera beaucoup plus qualitatif, mais ça n'empêche que dans chaque standard il y a une section metrics qui est plus ou moins longue selon le standard et dans les standards principaux, donc climate change et own workforce, ils sont quand même assez complets en termes de précision. Donc oui ça aurait pu être plus beaucoup plus complet pour certains standards notamment pour les autres standards liés à l'environnement. Mais dits que c'est déjà mieux que rien et c'est déjà un bon début si je peux dire ça comme ça. Euh mais donc voilà. Enfin je pense que ces standards sont une bonne chose. Après oui ils auraient pu être beaucoup plus, beaucoup plus contraignants pour les entreprises. Mais, ce n'est pas le cas de toute façon donc.

**Et on m'a aussi dit qu'il y avait une partie qui n'est pas obligatoire pour les entreprises. Comment évalues-tu l'importance de ces points « extra » ?**

Alors oui. En fait déjà tout va dépendre de ton analyse de double matérialité. Et donc de base il y avait deux standards obligatoires, c'était E1 et S1 sur lesquels on devait reporter ou en tout cas sur une partie du standard. Maintenant ils ne sont plus obligatoires mais si ton analyse de double matérialité démontre le fait que tu ne dois pas reporter dessus, tu dois avoir de très bonnes raisons. Et ça va dépendre de l'auditeur parce qu'une entreprise qui est dans l'industrie lourde, qui va dire le standard E1 n'est pas matériel pour moi, voilà c'est un peu bizarre et ça ne passera pas. Donc c'est vraiment des choses oui il n'y a aucun standard qui est obligatoire, mais tout ça dépend de l'analyse de double matérialité. Mais pour globalement toutes les entreprises, le standard climate change et le standard own workforce seront matériels fin pour la vaste majorité. Et donc ça fait qu'il y aura quand même un socle commun en termes de données. Donc oui il y a des informations qui ne sont pas obligatoires parce que ce n'est pas matériel pour toi. C'est normal genre une entreprise de service je ne sais pas de peu importe n'importe quel service de c'est pas matériel pour elle de reporter sur tout ce qui est biodiversité. Enfin à part si un service lié à la biodiversité. Donc oui ce n'est pas obligatoire mais parce que ça découle de ton analyse de double matérialité, sur quoi tu dois reporter et ce qui est important pour toi en fait.

**Tu expliquais que certaines choses « ne pourront pas passer », y a-t-il des amendes prévues dans le cas où certaines entreprises ne font pas leur reporting correctement ou ne le font pas tout court ?**

Les amendes et tout ce qui est pénalités ça va être transcrit dans les droits nationaux donc ça va dépendre de pays à pays donc ça veut dire des pays qui seront sévères probablement peut-être comme la France ou l'Allemagne qui avant la CSRD allaient déjà plus loin que la NFRD et donc ils sont quand même déjà avancés là-dessus mais donc ça va dépendre de pays à pays donc ça donc ça je ne peux pas dire. Mais donc ça veut dire que des pays qui seront beaucoup plus light et qui y accorderont beaucoup moins d'importance ou en tout cas où les amendes ou bien d'autres sanctions seront beaucoup plus légères.

**Pour terminer et faire un lien avec la NFRD, à quel point tu penses que c'est un pas en avant pour le reporting de durabilité ? Est-ce que tu penses qu'il y a encore des points d'amélioration ?**

Alors même si la CSRD a été allégée en termes de standards et de quantité d'information, elle reste infiniment plus complexe enfin plus complète et plus complexe que la NFRD. La NFRD globalement c'était vraiment très qualitatif, genre il y avait juste certains sujets qu'il fallait disons mentionner et dire ce que tu sais dire ce que tu sais dessus mais donc il n'y avait rien ça veut dire vraiment obligatoire. Il y avait très peu de quantitatifs, je n'ai plus le texte en tête par cœur, mais donc avec la CSRD c'est quand même un vrai changement pour l'entreprise. En termes déjà de poids parce que c'est quand même une grosse tâche pour certaines entreprises qui sont énormes et donc elles sont grandes et donc elles ont beaucoup de moyens. Du coup elles peuvent le faire mais ça reste qu'une étape. Enfin voilà enfin donc mais c'est un vrai changement et je pense que c'est un net point d'amélioration par rapport à la NFRD qui était extrêmement légère. Enfin genre il n'y avait vraiment pas grand-chose. Et donc des points d'amélioration il y en a certainement.

Je pourrais penser à mettre plus de données disons quantitatives sur certains sujets où parfois du coup où y a c'est vrai comme tu disais il y a beaucoup de qualitatifs donc être un peu plus exhaustif sur tout ce qui est quantitatif. Ah après parfois, ça demande vraiment énormément de travail pour toutes les entreprises. Mais aussi avec les standards disons par secteur et tout ça qui vont peut-être arriver, genre de base, ils devaient être publiés dans je ne sais plus combien de temps mais bon c'est retardé, retardé, retardé en fait un peu comme les standards ESRS. C'est un peu retardé, retardé, c'est retravaillé et puis après il y a consultations et donc voilà tout le monde donne son avis. Et puis bon là au moins disons que ces standards-ci ils sont finaux ce qui est une bonne chose. Mais donc d'autres standards vont arriver, et donc ça va être aussi disons de plus en plus complexes. Un point qui a quand même positif. C'est dans plusieurs années je n'ai pas exactement l'année en tête mais ça doit être 2028 ou quelque chose comme ça, c'est même les entreprises non-européennes donc qui ne sont pas en Europe mais qui sont sur le marché européen devront aussi se conformer à la CSRD, et du coup reporter sur beaucoup de données non financières. Donc il y a des points positifs, des points d'amélioration ? oui un point global c'est le fait que ça aurait pu être plus complet. Ça ne l'est pas, mais ça reste déjà vraiment disons un grand avancement quand même.

**Tu parlais de ces entreprises dont le siège n'est pas en Europe. Est-ce que tu penses qu'il y a des entreprises qui vont vouloir fuir l'Europe à cause de tout ce qu'on leur demande de comparer aux autres continents ?**

Je pense que ça dépend des continents parce qu'il y a aux États-Unis il y a quand même aussi des lois en termes de reporting, notamment sur l'environnement. Donc je pense que ça va dépendre de pas mal de choses. Je pense aussi que le marché européen reste un marché super attractif pour une entreprise. Je ne pense pas que ça va être, enfin, les entreprises disons hors Europe qui sont beaucoup sur le marché en Europe ce sont des grandes entreprises et donc je pense qu'elles ont les moyens, qui en tout cas qui ont pas mal de moyens là-dessus. Mais enfin il y a beaucoup d'entreprises européennes qui ont qui sont très peu en Europe mais qui sont partout dans le monde et qui doivent aussi du coup se conformer à la CSRD. Je pense que l'Europe montre un peu la voie là-dessus mais je suis assez convaincu que les autres parties du monde enfin en tout cas d'autres continents vont quand même suivre un petit peu là-dessus.

[Closing discussion]

#### **1.4 Alex Mercer (EN):**

[Introductory discussion]

#### **Can you maybe present yourself, your background, and your current job?**

Yes, I am Alex, and I've lived in Europe for about six years now. I studied international relations at university. I don't have a master's degree yet, and basically, a bit after graduating, I ran into Comp.1. I had already decided that I wanted to work in or with regulations, but I definitely needed help understanding how they work and how they were implemented, and just the process of regulations becoming an actual framework that worked. And so, I thought this was a good way to start. And I am also really much into sustainability and conservation, so I thought maybe I could get a sneak peek into what that world looks like.

So yeah, I have been working at Comp.1 for about a year and a half and it has been going very great. I am a sustainability analyst right now. Basically, since I joined, when I joined Comp.1, the CSRD was five days away in terms of entering into force. There were definitely no experts on it yet, and basically, what I have been doing at Comp.1, in the beginning, was breaking down the CSRD, trying to understand what it was going for, what it was looking to fix, or what hole it was trying to fill. And then after that, it kind of became trying to break down the ESRS to see what is the most digestible way we can build the platform. So, for context, Comp.1 is a company that started with a little work of trying to make the EU taxonomy a bit more comprehensible because it is a nightmare. A similar thing happened with CSRD. So, Comp.1 has an online tool where it basically breaks down regulations and makes it so that it is easy to understand, easy to complete, or sort of comply with them. And then, it kind of helps produce a final group. Besides that, it is very much like an ESG data storage platform. So, the end goal is trying to help with just the storage of data and then how to use it in order to complete or fulfill requirements or things like the CSRD. And so, yeah, I mean I have been working now for one year and a half, so I am pretty familiar with it.

#### **By curiosity, what kind of companies are you helping?**

I would say there are two sides to that. First, it is definitely right now we have bigger clients, but mainly because there is a little bit of a crisis right now for companies that know they are going to be compliant with it for next year and they don't know how it is going to work. There is definitely a lot of large enterprises, with 200 employees and more, that kind of types. I am not entirely sure if we have a lot of +500 employees. But what I do know is that we have some that are going to report next year we have also a few that will need to report the year after. So definitely large companies, and mid-cap. And in that sense, we have a bit of everything: some real estate, or cooling plants, etc. There is definitely a variety. There is obviously a lot of stress for companies that have operations in many sites. So, companies that are based in Belgium but have operations in many countries. They are also a bit scared about the consolidation of the information part. There is definitely a lot.

And then we have also like a side project now which is everything that has to do with SMEs. Because we are getting a lot of sort of feedback that they need to be a platform for SMEs specifically because we know that there is going to need support in that sense. Because it is not

only new for them but a lot of information. Even if it is simplified version of the ESRS, it is still a lot of work for a company that does not have a lot of people. But yeah, I would say that there is a bit of everything right now, except maybe LSMEs which is not our focus right now.

**You were talking about a “crisis”, do you think that the companies that need to report for 2025 will be ready in time?**

Well, I said crisis, I think it is a bit of a fact that there are a lot of steps to successfully report under the CSRD. Because the CSRD applies to such a large number of companies, there is a lot of information on it, even in the ESRS, that is very vague. In order to conduct a DMA properly, and in order to get the results that you need, there needs to be a lot of work put into it, just to determine what you mean by DMA. Like even that step, it is an insane amount of work, it is months of work actually. And so, when I say crisis, I just mean there is this kind of situation where they know there is a gap in their knowledge, and they don't know how to fill it. Because there are a lot of things that have already been put into work and obviously the CSRD is like a disruptor for a lot of companies.

**How do you feel the impact of the CSRD will be on sustainability reporting?**

It is a weird question because I am again a person who is very conscious in terms of sustainability, but I also studied in a business school, so I know how it works. I know that most companies want to comply with the CSRD because they don't want to pay the fine. I also know that even if it is to avoid sanctions, there is a possible effect in the sense of that these companies will have to first of all entirely understand the impact of their operations and the impact of their suppliers and the impact they have on consumers. And also, besides the amount of knowledge they are going to have on their own operations, there is also the fact that the public will have access to this information and that even if investors choose to go for the less sustainable option, that is also something that will be part of the knowledge. “Hey, you went for the less sustainable option, for what reason? because we know how they behave, we know how you behave now”. I think there is a lot of reputational effect that is going to happen.

And again, we all know that money talks. I think the impact of information being transparent and comparable is going to have a lot more of an effect on the sense of how they behave more than the direct impact it is going to have on the environment. Which is, you know, a step. But I think it is definitely something that is important. If you don't consider the environment as the main focus here, I think it has the possibility to have a really good impact on your own workers, or people who are in the value chain or even the communities you affect because now you will have it out in the open how you behave to these people. I do feel there is a positive impact happening, and hopefully, we will see that in the next couple of years.

**You were talking about the quantity of work and how the directive is difficult to understand. What other main challenges are there for companies in the implementation process?**

From what we have seen right now, one of them is data management. I think a lot of companies either have too much data or they don't have it at all. They are kind of coming to terms that they need to implement a lot of processes that they don't have. The data collection part and

management is a huge issue. But just the fact that a lot of this information does not exist is also a huge thing. I think that is a really big one, the whole management collection and creation of data is a huge one. I think there are a lot of issues with the fact that again, this is a very ongoing process. The creation of this regulation. We have seen the ESRS change about 4 times since about last year, we have seen with the CSDD it has changed like eleven times since the last month and half. This was a difficult process to follow and that is my job, you know. So how does that look for companies who don't have a person dedicated to roles like that? So, just the amount of human capital that needs to be allocated in order to make sure that you are applied the correct regulation, that nothing has been changed, that everything is up to date, that part of keeping up with the evolution of regulations is a huge one.

I think that a really big one specifically with CSRD, would be everything that has to do with the value chain. Any risk that you have in terms of lack of communication between your department or just the data collection process, everything that you find difficult in your own operations is going to be three times as difficult when it comes to it. Because maybe they don't speak the language which is something that is happening right now for a few people we have worked with. Their suppliers don't speak the same language, so they can't really ask for a lot of data. Or maybe regulations are different and there is a fear of "oh god, they are not complying with EU regulations, is that illegal now?", "how do we disclose information when you don't even know what to ask"? They don't have processes in place to have you know like you are going to ask for water consumption, they don't know. How are we going to have them implement that kind of information? So, a huge issue is the fact that the value chain is evolving. Now, companies are responsible for the actions of the value chain, and that's also a point.

**Do you feel that some sectors, industries or types of companies will be more affected by these challenges?**

First of all, I would feel more confident answering this once we have the sectoral ESRS. Because right now, it is a bit difficult to answer. I would have to get back to you on that.

**Is it okay now, no worries! Maybe then, for you, what are the main steps that companies will need to follow to comply with their sustainable reports to the CSRD?**

For me, there are three steps that are the most important ones that we have seen from our work in Comp.1. The first would be the DMA. Everything that has to do with the double materiality assessment is a huge part of this, because it kind of creates the foundation of what you are going to report. It is also very important for the whole assurance process, which again companies are very worried about, because they are going to say stuff and somebody will be checking. And that part is very scary for a lot of them. Even if you are not doing anything wrong, it is like when you go to a store, and you leave without buying anything and you are like "oh god...". I think there is a lot of that, because again they feel like they have a lot of gaps in their knowledge, they don't even know what they don't know, and so... So, first of all you have the DMA. The DMA is an incredibly tedious process. It can take months to complete. And that is if you have a process in place. Imagine if you don't. So that part is super super crucial. Even if companies have made a materiality assessment in the past, they have very much done in neither the financial nor in the impact materiality, not anymore. So, they are a bit

stressed about it. You can read any news article. I think there is one called “Materiality Wildwest from responsible investors” that very much outlines that companies don’t know what it is, they don’t know how much it costs, they don’t even know how to outsource it. Because if you ask Deloitte they will tell you that it is 150 thousand euros. And they ask smaller companies, and it is like 20 thousand, so they don’t even know. And that’s very stressful because they are feeling that they are being played. So first of all, you have your DMA, just for the foundation of your reporting.

Then, you have something that we call the gap analysis. Which is basically when you go through everything that we have found that you are going to have to disclose to DMA to the actual reporting process, and we look for gaps into the data. So, do you have policies on this? Do you not have them or do you don’t know who to contact to get them? Do you have the numbers for this type of emission? why not? Are you sure? Is there somebody you could contact to see if we could get that in place? So the gap analysis is also super crucial because it allows you to understand where you are missing your information and why.

After that, I would say a very important part would be, we called it “CSRD scoping” which is you know a lot of the CSRD has information or the ESRS has information that could either omit, face in, or it is not really applicable to you. And that is a very good way, like if you manage to assess what is unapplicable, what you can opt out based on, you can reduce the number of things you have to report by a lot. So, I think it is very important to be aware of “hey there is a lot of data points that you don’t really have to reports”. Maybe not right now, maybe they don’t apply to you, but it does reduce sort of the burden of reporting. And then actually get in into the reporting process. So that is I would say the four steps.

**Two challenges that my literature review has highlighted for credit rating agencies trying to integrate this non-financial information into their evaluations are the comparability and quality of this information. Do you think that the CSRD will be effective in resolving these issues?**

So, in five years, I would say we can expect something very different from what we are seeing now. I think there are two sides to that. Number one, we don’t really have standards for assurance right now, so auditors can ask for a lot of different things at the moment. Especially if you have like national standards for assurance, you’re going to get very different versions of what the CSRD compliance looks like. That’s hopefully going to be fixed by 2028, but as of right now, there’s twenty-something standards at the moment. That’s going to be something that is going to at the end create very different reports.

But also, I don’t know if you have seen, but there is a few companies that have already published initial reports, like initial CSRD reports. And they are absolutely all over the place. Because you know how the ESRS sort of allows for anti-specifics disclosure so that companies can create information that they want to show. That has been very interesting, because what we are seeing is that companies are structuring data however they want. Everyone is showing different information in different ways, what we are seeing is very, very different versions of these reports. I will send you a few.

**Thank you! So even though the CSRD has the purpose to make it more comparable, at least for companies in the same sector, is there still some kind of difference in the reports due to the way of putting information?**

Yes. At the end of the day, the report doesn't have a set structure. There is I think like an appendix in the ESRS 1, where it says that you could use this structure, but it is not necessarily the one you have to use, and what we have been seeing is that they are not using it. But for example, it is very interesting sometimes you will see there is one particular ESRS that has I think it is G1, the governance one, that has data point that says "do you have policies regarding animal welfare?". It is one data point, it is a yes or no question. So obviously agricultural companies, or companies that work with animals at all, are kind of filling up the governance disclosures with animal information. Because they have nowhere else to put it. So you get something that looks and has like "What's the structure of your board", and they disclose the board information and it is just "How do you take care of animals?", if we vaccinate them, what does the healthcare look like for the animals, where do they live, how much space they have. A bunch of information that wasn't asked, but obviously they want to disclose it, because it is important for what they are.

So obviously you have information that is required, and then information of their own. And so, I think in terms of comparability as long as they do disclose the specific data points at the end of the day, they are going to be able to compare but side by side no way. You are going to look for what you want. What we are seeing is that these reports are like two hundred pages, three hundred pages... of information.

**Do you feel that the required information is enough and sufficient in terms of quality and the type of information they should disclose? Is all the important information in the required part?**

When you are saying important, you mean important for what? right? because I think they did a pretty good job in terms of determining things that we should be able to know about companies across the board. So, in that sense, I think the sectoral ESRS are doing a good job. There's obviously, umm, I think there could be better ways to phrase it, but then again, you have to think back how many companies are gonna be affected by this. We want as little amount of loopholes as we can. You can't really say things too specifically or a lot of companies are gonna say, well, actually it doesn't apply to me because my structure doesn't fit that so I can't really answer. So, they are trying to avoid that. So, some things are very vague, but I think it does a good job at covering the basis. Do I think the ESRS is a good starting point? Yes, it's very difficult, very tedious, but I think that's gonna change as the years go by as companies get more used to doing it. But yeah, I think the information that we have right now is good. However, I don't have anything to compare it to, so I couldn't tell you if it's enough.

**I was also looking at the actual version of the proposed ESRS. So, there are different types of information and a lot of the information who are asked for is more qualitative information. Don't you think that it will kind of impact the comparability of reports and the purpose of the CSRD?**

Absolutely, there is no other way to answer that. I do think that there is like as much as I do agree that it is going to affect the comparability part, I also think that it is important because we are so used to seeing companies just disclosing their numbers. This is my numbers, and this is determining if I am doing good or bad. And this is kind of saying hey it is not enough, I want to hear what you do when it comes to ensuring biodiversity is respected in terms where your sites are, what types of species are you impacting, are you improving or are you making things worse in terms of what particular biome you operate under. So, I think there is an advantage to the fact there is qualitative information being asked, I also would like to think that there needs to be a backing in terms of quantitative information.

In terms of the qualitative information, you have a lot of disclosure requirements in the ESRS that are policies, actions, and then later on, metrics and targets. One thing that they do, that is a bit like a network, is like all policies are supposed to have actions, and all actions are supposed to be backed by targets. And they have to be measurable. So, to some extent there is the intention of having quantitative backing for any information you disclose, qualitative information, but that is not the case always. You always have the option to say hey I have policies, but I don't really measure it against anything, they give you the option to say that. And so, it does set back a bit the purpose of the entire discussion, but I agree with you it does affect comparability, and affects transparency as well as at the end of the day because they get to word things in ways that might make them look better. But I do think it was about time that we didn't just see the money. And so that sense I would say I'm more satisfied than before, but yeah.

**Who do you think will benefit the most from these new, more in-depth reports?**

I think that will depend on how the companies behave after it, because if you are doing the you know if you're conducting, you know to diligence and you are seeing that hey, maybe your employee turnover is particularly high, maybe a particular policy and the targets are not being met. So maybe your own workforce is not as happy. Maybe you're seeing that accidents are kind of related to a particular type of incident. So, in that sense, I think a lot of things are going to be more out in the open, which means that companies get to analyze their data a bit better. And I think that it has the potential to be a huge thing, but it also implies that companies are going to have to report this information. And a lot of them, because we know companies, a lot of them won't want to be seen that way. So, if they do, if they kind of analyze their numbers and they're seeing patterns that are detrimental to their workforce home, maybe they're seeing, you know, a particular supplier behaving in a particular way, which has to do a bit more with the CSDD than the CSRD.

Umm but that.. you have a.., I don't know if you've seen it, but you have a few provisions that are like if you have a supplier that's doing or acting in a way that you don't agree with, that doesn't align with your values You have to do everything in your power to get them to change, and if not, you need to separate relations. And so, it comes back to the CSRD. So, if you see a supplier doing anything particularly wrong, are you gonna cut contact? Are you gonna try to help improve the conditions of the workers that are, you know, supplying you? Because if, like if you're we're talking benefits, if that you get to, you know, tell your supplier "hey, you need to improve the conditions of your people" and they're gonna tell you "OK, you need to pay me

more". That's going to be interesting if you tell them, hey, actually, I don't wanna work with you anymore because you're not treating people right, that at the end of the day has maybe a positive impact in the future, but definitely a negative impact if people get fired. You know that type of thing will be difficult to navigate, and we maybe won't see the positive impact of anything for a bit.

In terms of affected communities, I think it has a good chance of being, you know, an improvement there because there is no way to go wrong. If you show that there is a negative impact that's happening to a particular set of people, the only thing you can do is improve it or get out. And those two things are good for the people that are being affected. As long as the local economy isn't, you know... So, there is definitely that side. The only stakeholder that I think will benefit regardless would be consumers and end users. So, the consumer gets more information about the companies that they're buying from and the end users, being investors, get to have a bit more of an understanding of the companies that they're putting their money into. So, I would say as that stakeholder, that is a big like a particularly good, OK, so there's a lot of potential for the workers, a lot of potential for the affected communities, but definitely the winners here are the consumers and the end users.

**You have answered a lot of my questions. Can you maybe tell me a bit more about the NFRD, and compare it with the CSRD? How big is the CSRD a step from NFRD?**

I actually don't remember. I hope I know I have a particular, I remember making a table just comparing because I wanted to understand why there had been, you know, the need for the creation of the CSRD. And I do remember. A few of the big things were that. Let me think. One of them was the lack of standards, so I know that NFRD had, you know, the guidelines, but there was really no way to standardize the information that was reported. So that left too much of like, you know, an open for, you know, there was no comparability there.

Umm, another one was that the..., the people who were affected in the beginning were just large companies with like more than 500 employees, which left a huge chunk of the European Union's economy out of the playing field. And that was also unacceptable because if you have, you know, a union of countries where 99% of businesses are small businesses, what do you mean is like 5000 companies are going to be affected, it doesn't make a lot of sense, even though they're massive, it doesn't make as much sense.

I know there was another issue with the format, so the fact that now we have, you know, digital taxonomy moment. That is also what I've from what I've heard of big improvement, but again I was not in the workforce when the NFRD was a thing. But yeah, to be frank, I wish I knew more, but I do know that the amount of loopholes it created for you know, disclosing or not disclosing information was too big. So that was from what I understood the main issue, but yeah.

**Ok, thank you! I think you have answered most of my questions. Do you want to add something?**

No, good luck!

**We also talked about the companies who already disclosed pre CSRD reports. Can you also send me some of the names if you can?**

Absolutely, that I'm gonna get a reminder right now it does you have like a particular number I can send you the whole folder if that's like helpful. I'll send you, it's like 12. There are some terrible ones. Just not let you know, some bad ones. Something that you're gonna see that I found very interesting is the fact that you're gonna see them, and you're gonna think like you're gonna get to the results of the DMA. You're gonna see them list their impactors and opportunities, and you're gonna be like, OK, I get to CSRD part of the report because remember, it's like there're management report. So, the beginning is, it's nonsense. Then you get to see the card and you're like, OK, this is this is CSRD. I get it and then it starts getting into other stuff. You're like "okay this is the CSRD", then "oh okay maybe", but then only GRI, GRI, GRI. It's a bunch of, you know, preexisting data from GRI cause they like the fact that it's structured, it has tables, they can just link it. And it's very interesting to see that they're relying so much on GRI. So yeah.

**Which is weird, right? Because of the purpose of the ESRS is to have one single standard. So, what they choose other norms?**

So, in that one, like specifically the use of GRI, I think it's the fact that they're kind of complementing like again you have your ESRS disclosures, but then they wanna talk about entity specific things. So, they create disclosures and they instead of being like I'm gonna create a disclosure that's telling me, you know, the pesticide usage per acre in my farm. They go: "I reported this in GRI, let me just bring the data from there". Yeah, just kind of complement with you, right? But it's very interesting. Now if that will change once we have the sector-specific standards, very likely. But for now, it's nice to see like, it's interesting to see what's up.

**Maybe one last question that popped into my mind, do you think that big companies that have to report for this financial year, do they more outsource the work to implement the CSRD in their processes, or do they do the jobs by themselves?**

Most of them are outsourcing the process. Because I think they know that it will take them longer to sort of set up the structures that the CSRD needs. And they are more liable if they make mistakes. Instead, they kind of usually have a few people from departments that kind of take over the role of like ESG team leaders. They are the ones that are in charge of like gathering and having the information. Then they have a consultant that asks the right questions, and that's kind of a key part. But most of them from what I have seen are outsourcing the process and even right now.

[Closing discussion]

## 2. Sustainability managers

### 2.1 Anne-Sophie Pijcke (FR):

[Introductory discussion]

**Et bien, la première question, c'est plus pour vous apprendre à vous connaître, pouvez-vous décrire votre parcours peut-être et votre travail actuel ?**

Oui, pas de problème. Ce que je fais, qu'est-ce que je fais de mes journées ? Alors, je suis juriste de formation, j'étais avocate pendant quatre, cinq ans et puis je suis arrivée à la bourse en avril, non en août 1995, donc ça remonte. Je suis restée directrice juridique de la bourse à Bruxelles jusqu'à fin 2016. Et donc, la bourse elle a, pendant cette période-là, fortement évolué. C'était une association de fait quand je suis arrivée, une association d'agents de change, puis c'est devenu une société puis une société cotée, on a fusionné avec Paris et Amsterdam, puis on a fusionné avec Lisbonne et l'Angleterre, puis ça a été acquis par les Américains et puis on s'est détaché des Américains. Enfin bon, ça a été une histoire un peu, enfin il y a trop de choses qui se sont passées. Mais fin 2016, j'ai décidé de quitter parce que voilà, j'avais l'impression d'avoir fait un peu le tour de la question. Entre-temps, j'avais beaucoup occupé des sociétés cotées donc au sein du groupe Euronext, je m'occupais beaucoup des aspects juridiques liés aux sociétés cotées et au niveau belge, j'avais représenté la bourse dans tous les travaux de la Commission Corporate Governance qui avait été mise en place et qui veillait à créer un guide de bonne gouvernance pour les sociétés cotées.

En parallèle, j'avais fait des formations pour être moi-même membre de conseil d'administration. À l'époque on cherchait beaucoup de femmes pour les introduire dans les conseils d'administration donc je suis rentrée dans des conseils d'administration. Et quand j'ai quitté la bourse en 2016, j'ai fait plusieurs choses. La première c'est que j'ai dirigé la Financière de Tubize, qui est la maison mère de UCB, pendant 4 ans mais j'ai aussi continué à travailler pour le groupe Euronext donc au niveau de la société mère dans tout ce qui était durabilité. À l'époque, personne ne voulait s'en occuper, c'était quelque chose vraiment un peu secondaire et notamment on me demandait de répondre au premier questionnaire d'informations non financières qui était transmis, en particulier celui de Standard & Poor et celui de Vigeo. Donc voilà, je commençais à m'intéresser à ces matières-là.

Et donc aujourd'hui encore, je travaille pour le groupe donc comme consultante externe mais c'est mon client principal. Et donc l'avantage c'est que je connais bien le groupe Euronext puisque depuis 95 j'y suis et je coordonne tous les sujets de durabilité. En parallèle, j'ai créé il y a 3 ans une entreprise qui s'appelle SeeWise qui vise à aider les conseils d'administration à avoir plus d'impact. Donc on fait des évaluations de conseil, des évaluations de comité, de la consultance pour aider les conseils à comprendre les nouveaux enjeux. Donc on fait beaucoup de formations en termes de durabilité mais on fait aussi de la recherche d'administrateurs pour que la composition du Conseil soit plus en phase avec la stratégie de l'entreprise. Donc voilà tout ce genre de choses.

Alors pour le moment c'est vrai que moi, j'ai moins de temps à consacrer à cela parce que je suis fort prise par mon client Euronext. D'abord parce que la personne en charge de la durabilité, donc la Head of Sustainability, est en congé de maternité. Donc du coup, il a fallu que je monte un peu en puissance depuis 9 mois maintenant mais aussi parce qu'il y a énormément de choses qui changent. Et donc on a depuis 2018 mis en place la stratégie ESG du groupe autour de 5 piliers. Et on a qu'on avait mis en place après avoir fait un tour de tous nos parties prenantes et donc on était arrivé à la conclusion qu'il y avait 11 sujets clés qu'on a répartis en 5 piliers. Et dans le cadre de la CSRD il y a maintenant..., on a commencé en juin de l'année dernière, on a refait un sector engagement comme on dit pour, dans le cadre de la double matérialité de la CSRD et voilà. Et donc on est arrivé à la conclusion qu'il y avait 9 sujets matériels et qui avaient donc 3 ESRS ce qu'il fallait qu'on suive. Et aujourd'hui on est en train de finaliser les analyses comparatives où on en est comparé à où on devrait être avec les ESRS pour être prêt pour le reporting de l'année prochaine.

Alors en parallèle, évidemment il y a maintenant qu'on vient de publier notre rapport annuel fin mars il y a la saison des agences de rating qui commence et donc chaque année. Et hop c'est vraiment une boucle hein... Chaque année ils se sont les mêmes les mêmes qui reviennent donc on a déjà on a déjà rempli Footsie puisque Footsie c'est le premier dans la liste et là celui-là il vous invite à réagir sur son site internet. Donc il a fait une première analyse sur base de toute une série de documents qu'il a trouvé des documents qui sont publics sur votre site internet et puis vous pouvez réagir en disant « ben non là je ne suis pas d'accord, regardez tel et tel document ou bien... » et etc. Donc vous avez un certain délai pour le faire. Donc ça c'est une méthodologie. D'autres vous envoient des questionnaires qui sont souvent très, très, très, très longs et ça prend un temps fou pour y répondre. Et puis vous avez des échanges de procédés, enfin de des échanges de questions et réponses. Et bon ils les prennent en considération ou ils ne les prennent pas. On se heurte parfois à des difficultés notamment par exemple chez MSCI où ils sont très américains et ils ne comprennent pas le fonctionnement du droit des sociétés européens. En particulier. Par exemple pour la société Euronext, c'est une société de droit hollandais et en Hollande on a systématiquement le système dual avec un Supervisory Board et un Managing Board. Et donc ça ils ne comprennent pas. Et donc ils donnent des scores qui sont parfois mauvais notamment sur le nombre d'indépendants que l'on a au sein du Managing Board. Et on a beau leur expliquer que ce n'est pas au niveau du Managing Board mais c'est au niveau du Supervisory Board que là que l'analyse doit être faite. Ils ne comprennent pas et donc.

**Ce qui est assez étonnant j'imagine parce que vous êtes, ils sont j'imagine qu'ils n'évaluent pas seulement non plus Euronext...**

Non, non, bien sûr. Bien sûr j'imagine que toutes les sociétés de droit hollandais sont logées à la même enseigne mais donc voilà y a parfois des moments où ce score ben il vaut ce qu'il vaut. Une autre une autre difficulté c'est qu'il n'y a pas de catégorie nécessairement pour toutes les sociétés. Or, chaque société est un peu particulière. Il n'y a pas une catégorie de bourse et donc on nous met dans la même dans le même secteur que des banques ou des assurances parce que c'est aussi secteur financier or, on n'a absolument pas le même rôle qu'une banque. On n'a même pas de contact avec le client final. La bourse c'est un peu comme une plateforme

informatique. Quelque part on met en relation des acheteurs et des vendeurs. On a des contacts qu'avec des professionnels des sociétés cotées d'un côté des participants au marché de l'autre qui sont soit des banques soit des sociétés de bourse et donc on n'a pas le même profil. Et donc il n'y a pas de questionnaire ad hoc pour nous et donc on nous évalue comme une banque et donc il y a certaines questions qui ne sont absolument pas appropriées aux types d'activités que l'on fait. Donc voilà ça ce sont les différentes difficultés auxquelles on se heurte quand on veut répondre aux agences de rating outre le temps que ça prend et je pense que là où la CSRD va pouvoir aider c'est qu'il va y avoir une certaine standardisation des informations qui vont nous être demandées. Vous avez 2 secondes parce que ma fille essaye de me rejoindre je vais juste lui dire que je suis en réunion avec vous ...

### **Oui bien sûr, allez-y**

Voilà désolé où j'en étais... Oui donc là où je pense que la CSRD aider c'est justement parce qu'il y a cette standardisation. Dès que vous avez déterminé quels sont vos sujets matériels mais vous les liez avec les ESRS qui vont bien et puis une fois que vous avez un ESRS, ben voilà ce que vous devez publier est assez est assez trivial. Je pense qu'il y a une certaine harmonisation qui va se faire au fur et à mesure. Et donc toute la question sera est-ce qu'on a encore besoin des agences de rating ? En réalité est-ce qu'est-ce que moi dans la mesure où ma société a déterminé que tel et tel sujet était matériel et que donc tel et tel sujet ne le sont pas et ce que je vais encore m'amuser à répondre à une agence de rating qui me pose plein de questions sur ces sujets qui de toute façon ne sont pas matériels pour ma société. Peut-être pas en fait. Et donc je ne vais plus perdre mon temps et je vais considérer que mes investisseurs ont suffisamment d'informations avec celle que je publie en raison de la CSRD. Voilà alors à mon avis ce n'est pas d'une année à l'autre que ça va changer mais je crois que petit à petit les choses vont aller dans cette direction-là. Parce que voilà aujourd'hui quand on discute avec les investisseurs ceux qui ont des actions de la société regardent surtout les résultats des MSCI et de Sustainalytics, parce que ce sont essentiellement des investisseurs institutionnels et mais peut-être que demain ils auront suffisamment d'informations avec celles qu'on va publier. Selon la CSRD cette qui n'auront pas besoin de d'autres choses quoi.

### **Donc là vous parlez bien des ratings EGG qui évalue le niveau de sustainability...**

Oui, oui... Voilà un peu j'ai été longue et je ne me suis pas limitée à me présenter mais voilà.

### **Ce n'est pas grave, votre parcours est très intéressant. Mais du coup juste pour un peu éclaircir, à quel niveau agissez-vous en ce qui concerne la préparation du rapport de durabilité sous la CSRD ?**

Je m'occupe de coordonner tout ce qui est reporting non financier. Donc je collecte... on collecte les données dans tous les départements on s'assure que l'information est complète et alors, jusqu'à aujourd'hui on n'avait pas vraiment de standard puisque la CSRD n'était pas d'application donc on suivait un certain canevas autour de nos 5 piliers avec certains indicateurs de performance qui étaient « assessés » par nos auditeurs donc on avait 11 KPIs qui étaient vérifiés par nos auditeurs externes et qui sont dans notre document de référence, notre rapport annuel, et donc tout ça c'était c'est moi qui le coordonnait. Par exemple un des indicateurs de performance, c'était notre empreinte carbone, par exemple avec notre scope 1, notre scope 2 et

notre scope 3. Demain, euh, dans la CSRD, les auditeurs externes vont devoir « assesser » l'ensemble de la CSRD, donc je ne sais pas du tout comment ça va se passer. Est-ce qu'ils vont aller dans le détail dans celui dans lequel on allait l'année dernière pour ces 11 KPIs ? Ou bien est-ce qu'ils vont avoir une vue plus transversale et plus globale ? Je ne sais absolument pas comment va se passer cet exercice avec les auditeurs externes. Ça va être nouveau pour eux comme pour nous mais donc l'idée est toujours celle-là, c'est de coordonner l'ensemble de la CSRD reporting. Alors on a engagé depuis cette année un data manager qui sera celui qui va vraiment devoir mettre en place l'outil de reporting puisqu'on est en à la recherche d'un software qui va nous permettre de collecter les données de à gauche à droite et s'assurer que c'est que c'est complet. Donc on va le faire sans doute en en coordination tous les deux. Mais oui je crois que le reporting non financier devient tout aussi important que le reporting financier avec les comptes annuels et tout ce genre de truc que vous avez appris dans vos études.

**Oui, c'est effectivement ce qu'a été montré dans ma littérature. Et donc je me posais la question, quels ont été challenges pour préparer ces rapports dans le cadre de la CSRD ?**

Alors d'abord, c'est un processus très complexe je trouve. On a utilisé un consultant pour nous aider parce que c'est vraiment compliqué. Et donc je pense que pour les moyennes, les sociétés moyennes, ou les petites sociétés ça va vraiment être encore plus complexe parce que parfois certaines d'entre elles n'ont même pas de département juridique ou pas de département durabilité. Alors on sait que la Commission européenne va sans doute sortir des standards plus simples pour les PME, on ne les a pas encore vues... Elles auront un peu plus de temps puisque ce n'est pas l'année prochaine qu'elles doivent s'accorder mais dans les années qui suivent. Je crois que c'est vraiment en fait un processus très très... enfin moi ça m'a... on a mis des bons mois pour arriver à la conclusion des 9 sujets matériels. Mais c'est un exercice qui est très très intéressant je trouve, parce que ça vraiment, ça force la société à se dire mais au fond c'est quoi mon rôle ? A quoi je sers ? C'est quoi ce qui est important pour moi ? Est-ce que je veux aller ? Enfin moi j'ai trouvé que c'était très très utile aussi. Alors évidemment, c'est un coût. EFRAG qui est donc l'organisme qui a publié les ESRS, a aussi publié une étude assez intéressante où elle chiffre plus ou moins à 300 mille euros le coût du reporting non financier... ça vaut la peine d'aller voir l'étude. Alors évidemment, elle dit que ça a beaucoup de aussi de bénéfices, d'avantages. Mais quand on compare au coût que les sociétés ont eu pour le reporting financier avec les IFRS, à mon avis on est très très loin du compte... donc ça coûte beaucoup moins cher que le reporting financiers. Je crois qu'on chiffre plus ou moins, je sais plus quels étaient les chiffres, mais plus ou moins un million d'euros, donc comparé aux 300,000€ on est on est évidemment assez loin. Mais donc IFRS coûtent beaucoup d'argent aux sociétés, voilà... Donc un coût, un coût humain parce que ça c'est la complexité... mais je crois que c'est quand même un travail salutaire et surtout je pense que c'est important que les sociétés se posent la question de savoir mais c'est quoi mon impact sur les droits humains ? C'est quoi mon impact sur l'environnement ? Que ce soit par mes activités ou que ce soit par les activités des sous-traitants avec lesquels je travaille. Moi je trouve que c'est sain en fait qu'on se pose ces questions-là.

**Oui... surtout que toutes les entreprises n'ont pas les mêmes valeurs et que ce ne sont pas spécialement des questions qu'elles vont se poser naturellement.**

Oui.

**Pensez-vous que certains secteurs ou types d'entreprises vont être plus affectés que d'autres dans leur préparation ? Certains auront-ils plus de difficultés à mettre tout ça en place ?**

J'imagine que tous les secteurs, à haut risque comme on les appelle, et qui vont d'ailleurs avoir des standards ad hoc, hein.. EFRAG est en train de travailler aussi, alors ça va prendre un peu plus de temps mais à des standards spécifiques pour le secteur de l'agriculture, pour le secteur du textile, le secteur de de de l'énergie... parce que ce sont des secteurs qui potentiellement ont plus d'impact négatif sur l'environnement que société de services comme la nôtre. Donc oui je crois que pour ces sociétés là il faut vraiment qu'elles se réinterrogent sur la façon dont elles font du business et sur l'impact qu'elles ont. Et donc si elles ne le font pas au travers du reporting, elles le feront pousser dans le dos parce qu'il y aura des plaintes devant les tribunaux ou parce que... Bah on le voit bien : Total vient d'envisager apparemment de quitter la place financière Euronext pour aller aux États-Unis parce qu'elle considère que les...

**Ah oui ?**

.. le reporting qui est exigé en Europe est trop important et qu'alors aux États-Unis, on est beaucoup moins regardant sur l'impact environnemental qu'on peut avoir, ce qui est un peu dommage. Alors est-ce qu'elle le fera ? Je n'en sais rien, mais c'est vous dire... Shell, idem, a aussi sorti, il y a quelques mois, l'idée éventuellement de bouger son siège central de la Hollande et d'aller aux États-Unis. Donc voilà, donc il faut aussi rester, enfin voilà il faut rester très lucide. Moi je suis très fière du fait que la Commission européenne a lancé son Green Deal, est en avance sur tous ces sujets là mais les sociétés ne sont pas nécessairement toutes prêtes à jouer le jeu et... enfin on sent qu'il y a des freins de plus en plus importants et donc j'espère qu'aux prochaines élections européennes on va pousser la Commission européenne à continuer à être verte et à continuer à aller dans la bonne direction. Donc tous ceux qui votent ont une responsabilité à faire en sorte qu'au niveau européen on continue sur cette lancée-là donc c'est très important de voter pour les bons au niveau européen.

**Oui... j'imagine que des amendes ont été définies pour les entreprises qui n'allaient pas publier les informations qu'il faut être publiées ... ?**

Pour respecter la CSRD ? Alors je pense que c'est laissé à la libre appréciation des États membres donc au moment de la transposition dans le droit national. C'est à chacune des États membres de décider quelles sont les sanctions. Je crois qu'il y a une certaine latitude qui a été laissée. Euh je ne me souviens pas d'avoir vu des montants dans la loi belge. Donc, je ne sais pas très bien comment ça va ça va se passer. Mais surtout il y aura la sanction du... Alors dans un premier temps ce ne seront que les sociétés cotées puisque ce sont celles pendant les 2 premières années qui viennent... donc ce seront les sanctions du marché aussi. Le fait que vous ne publiez pas. Déjà il y aura une vérification par les auditeurs externes, et les auditeurs externes donneront pas leur fiat si... si l'information n'est pas là. Et donc avoir un rapport des auditeurs qui n'est pas bon, c'est... ça ne va pas pour une société. Donc ça va les pousser à publier correctement. Alors évidemment, on ne peut publier que ce qu'on ne fait réellement...

**Oui..**

...donc ça va pousser évidemment, par le biais du reporting, les sociétés à agir dans la bonne direction. Mais pour moi la première épée de Damoclès ; c'est celle des auditeurs. La deuxième c'est le fait que vous devez rendre public ce que vous faites ou ce que vous ne faites pas, et donc automatiquement cela va donner la possibilité à tout un chacun de contester devant les tribunaux si vous n'agissez pas en fonction de vos engagements quoi.. Donc je pense que tout ça va, voilà... plutôt dans la bonne direction, oui.

**Et d'une manière générale, vous pensez que les entreprises, en tout cas celles qui doivent publier pour l'exercice financier 2024, vous pensez qu'elles sont prêtes ?**

Ce sont des grosses sociétés hein... ce sont celles qui étaient déjà soumises à la NFRD donc je pense qu'elles se sont toutes mises en ordre de bataille en tout cas. Alors est-ce que ce sera parfait et complètement en phase avec CSRD ? Peut-être pas, mais en a priori ce sont toutes des grosses sociétés et donc je crois que je crois que ça va aller. C'est plus pour la suite, pour savoir...

**Oui pour celles qui n'ont pas l'habitude ?**

Oui pour celles qui n'ont pas l'habitude et pour qui c'est tout à fait nouveau. Ici nous, c'est depuis, la directive NFRD c'était 2014. Elle est rentrée en vigueur en... je ne sais plus..

**2017 si je ne me trompe pas ?**

Oui, oui donc ça fait quand même quelques années qu'on a l'habitude et on voit plus ou moins quels sont les sujets sur lesquels il faut reporter. Voilà je pense que pour les grosses, à priori ça ne devrait pas poser de problème et j'imagine qu'elles ont déjà toutes entamer leur alors exercice de double matérialité etc, je ne peux pas imaginer qu'elles ne l'aient pas encore fait.

**Oui...C'est assez intéressant parce que j'ai parlé avec d'autres personnes qui s'y connaissaient en CSRD qui me disaient que c'était peut-être envisageable que certaines entreprises qui étaient touchées par cette directive, alors évidemment pas les grosses entreprises, ne soient peut-être même pas au courant qu'elles devront...**

Ah oui, dans les PME c'est sûr qu'il en a toute une série. Je vous dis si elles n'ont pas de département juridique ou de.. oui non c'est sûr que ça peut être problématique parce qu'à un moment si votre auditeur enfin j'imagine quand même que leur commissaire ou leurs auteurs à un moment vont leur dire les petits gars il faut que vous vous réveilliez parce que y a quand même de l'info qui manque là et ça ne va pas. Mais oui, non c'est sûr. D'où l'intérêt de faire des formations, des conférences voilà et de prêcher la bonne parole. Alors je crois aussi que les petites entreprises en fait elles vont aussi être répercutées plus vite qu'elles ne le pensent parce qu'elles sont elles-mêmes fournisseurs ou clients de grosses sociétés et donc elles vont être impactées indirectement parce qu'on va leur demander de l'information et donc elles vont devoir donner de l'informer et se demander « ah mais pourquoi est-ce qu'on me pose cette question-là ? » Donc ça va faire aussi effet boule de neige je crois.

**Oui j'imagine... Deux soucis que ma littérature a mis en avant pour ces agences de notation financière quand elles doivent évaluer le credit risk des entreprises, c'est la**

### **qualité et la comparabilité de ces informations non-financières dans ces rapports. Et donc**

... Oui. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle la CSRD, si vous regardez « l'exposé de motives », alors ce n'est pas comme ça qu'on dit mais ... les travaux qui ont mené à la CSRD c'est exactement pour ces raisons là que la CSRD est venue. C'est parce que justement il n'y avait pas de standard. Donc dans la NFRD vous pouviez utiliser n'importe quel standard que vous souhaitiez, que ce soit GRI, SCI-BI, les SDGs... enfin à la limite même zéro standard. Vous deviez reporter une certaine information mais vous le faisiez comme vous le souhaitiez. Et donc inévitablement en matière de comparaison c'est compliqué et donc c'est pour ça que dans la CSRD, la Commission impose non seulement les sujets sur lesquels il faut reporter mais imposent aussi ces ESRS où là ils sont les mêmes pour tout le monde et donc vous n'avez plus... vous pouvez continuer à faire GRI, vous pouvez continuer à faire SDGs si vous avez envie, mais il faut à tout le moins que vous vous reportiez selon ESRS. Et donc le ESRS, le Disclosure requirement numéro machin de l'ESRS E1, climate change... bon il est le même pour tout le monde quoi. Et donc automatiquement ça va permettre de comparer donc c'est oui ça c'est sûr que de ce côté-là va vers une amélioration on va..., ça va permettre une comparaison entre sociétés même si parfois ça n'a pas beaucoup de sens de comparer par exemple le scope un de l'empreinte carbone d'une société A et d'une société B parce que ce sont des secteurs différents, ce sont des tailles différentes, des pays différents. Par contre ça peut avoir du sens de comparer l'intensité carbone par exemple, qui est aussi un des KPI qui est demandé, l'intensité carbone par tête de pire, par exemple par nombre d'employés. Ben vous pouvez vous dire: "tiens cette société-là elle a une intensité carbone plus importante que l'autre donc ça ça peut être ça peut permettre une comparaison".

### **Ok.. et par rapport cette qualité de l'information non financière, que pensez-vous de son niveau général, celle publiée par les entreprises ? est-ce que vous pensez que la CSRD va pouvoir jouer un rôle dessus ?**

À mon avis, par le simple fait qu'elle a imposé une... D'abord elle impose deux choses. Elle impose que l'information figure dorénavant dans le rapport annuel, dans le rapport de gestion, ce qui veut dire que le Conseil d'administration prend une responsabilité. Donc déjà, je trouve que ça en matière de « sérieux », je ne sais pas si on dit ça, mais de l'information, voilà... Ce n'est plus un petit rapport durabilité qu'on peut faire à l'extérieur et qui n'est même pas à la limite signé par les organes de gestion de l'entreprise. Ici, il y a une obligation que ce soit... donc c'est un engagement quelque part de la société au même titre que le rapport financier. Donc ça c'est une première chose. Et l'autre chose, c'est qu'il y a justement le rôle des auditeurs externes et donc là aussi vous donnez une crédibilité supplémentaire à l'information qui hier ne devait même pas être regardée par les auditeurs. C'était un rapport à part et même si c'était dans le rapport annuel, ça ne figurait pas parmi les chapitres qui étaient révisés par les auditeurs externes. Donc, ça vous permettait de faire tout ce que vous vouliez même si évidemment les sociétés, la main sur le cœur, vous confirmaient qu'elles étaient les meilleures en matière environnementale et tout ce que vous vouliez... Mais voilà, demain elles ne pourront pas le dire si ça n'est pas validé par... et j'imagine que les auditeurs externes, pour pouvoir valider, vont demander des preuves, des documents, et voilà.

**Oui. C'est quelque chose qui a été dit précédemment... C'est qu'avant, en tout cas sous la NFRD, les entreprises, entre guillemets, pouvaient publier n'importe quelle information vraie et que ça a l'air très beau quand on le lit, mais une fois qu'on plongeait dedans, c'était...**

Oui, une société peut dire par exemple, moi je suis neutre en carbone, je serai neutre en carbone d'ici 2050, ou bien je suis neutre en carbone déjà aujourd'hui, ... avec une compensation où on paye 10€ pour aller planter des arbres pour compenser toute l'empreinte. Demain, vous pouvez toujours dire que vous êtes neutre en carbone mais vous allez devoir expliquer que vous l'êtes parce que vous compensez, ce qui est quand même très différent évidemment. Et vous allez devoir dire si vos objectifs de réduction sont validés par... SBTi notamment... et si ce n'est pas le cas, ben ça rend déjà les choses beaucoup moins sérieuses.

Donc le message, la situation sera la même. Vous direz toujours que vous êtes à 0 mais la façon dont vous allez devoir le reporter, vous allez devoir être beaucoup plus détaillé, beaucoup plus transparent sur le fait que « ben non ce n'est pas validé par un organe extérieur », « ben oui je dis que je suis net zéro mais c'est parce qu'en fait je compense ... ». Donc voilà, je pense que ça va du coup, les gens qui lisent cette information seront sans doute de plus en plus exigeants aussi, et diront « ben non moi je ne suis pas d'accord », soit je n'investis plus dans cette société, soit je vais à l'Assemblée générale et je pousse la société à changer de direction, soit enfin voilà. L'idée c'est vraiment qu'il y ait une émulation vertueuse et positive pour pousser les sociétés à aller dans la bonne direction. C'est ça l'objectif ultime de la Commission.

**Vous parliez de ces utilisateurs d'informations. Pour vous, quels seront les principaux utilisateurs qui vont être le plus impactés par cette directive, enfin tous ceux qui vont en bénéficier ?**

Bah alors ce sont surtout les investisseurs, donc les actionnaires de ces sociétés-là hein.. je pense. Parce qu'ils vont gagner en transparence et donc ils vont comprendre mieux quelle est la stratégie à long terme de l'entreprise dans laquelle ils ont investi. Et donc ça va leur permettre soit de continuer à investir et de rester dans le capital de cette société-là, ou au contraire de se dire « oh là là il y a le feu au lac », « ici cette autre société ça ne tient pas du tout la route... son business plan... ou enfin elle va droit dans le mur donc j'investis plutôt dans une autre ».

**Ok oui. Et pour revenir du coup sur les soucis que ces agences devaient faire face. Le deuxième c'était la comparabilité des informations. Ce sont un peu des questions redondantes mais comme avant, quel est le niveau de comparabilité ? Pour l'instant vous avez parlé donc de différents critères que toutes les entreprises utilisent...**

Entre les agences, c'est impossible de faire la comparaison non seulement parce que les informations qu'elles demandent sont différentes. Mon mari est dans le même bureau et il revient donc je me demande s'il voulait que je...

Et donc qu'est-ce que je disais ? Oui, non seulement le type de questions qu'elles posent sont très différentes et même si à un moment ou à un autre elles posent le même genre de questions, la méthodologie et la façon dont elles vont utiliser cette information seront différentes. Et donc je crois que demain, dans la mesure où de toute façon l'information sera la même pour toutes

les sociétés puisqu'elles auront suivi les ESRS, moi à leur place je me poserais quand même la question de savoir si je ne dois pas soit adapter ma méthodologie, soit trouver un autre type d'activité parce que je ne suis pas sûre, comme je le disais, que les entreprises vont encore, à terme en tout cas, passer beaucoup de temps à répondre à d'autres questions que celles auxquelles elles doivent déjà répondre dans le cadre de la CSRD, pour des sujets qui par définition ne sont pas matériels puisque pour ce qui est matériel elles l'auront fait dans le cadre de la CSRD. Donc voilà, nous en tout cas, on va à un moment ou à un autre se poser la question de savoir si ça vaut encore la peine de passer du temps à répondre à tous ces questionnaires.

**Et du coup, quand vous parlez de ces ratings, c'est plus pour du coup les ratings ESG ?**

Oui

**Ok oui, parce qu'en fait mon travail, c'est plus sur les ratings de crédit...**

Oui parce qu'alors il y a les ratings financiers et évidemment...

**Oui parce qu'en fait moi mon travail c'est sur ces ratings financiers.**

Ah oui, et là apparemment il y a une disposition, une proposition de la Commission que j'ai vue passer, qui souhaiterait que dans les agences de rating crédit, incluent des critères ESG dans leur analyse...

**Oui exactement ! En fait, voilà il y a ces deux groupes entre les agences de notation de crédit et les investisseurs qui demandent de plus en plus de transparence pour comprendre exactement comment elles prennent ça en compte. Et ces agences qui ne veulent pas dévoiler totalement leur méthodologie non plus. Et du coup, mon travail c'est plus de comprendre quel est l'état actuel de la prise en considération de ces information extra financières dans leurs évaluations et...**

Mais le jour où toutes les sociétés seront soumises à la CSRD, elles auront toute l'information, enfin une partie de l'information qu'elles souhaitent.

**Oui, c'est justement ceci la question de mon travail... Mais ok, c'est très intéressant...**

Vous me parliez des normes ESRS, est-ce qu'elles vont répondre aux objectifs de la CSRD ?

Oui, enfin elles font partie de la CSRD. Elles en sont l'émanation. Pour moi, voilà, c'est la continuité de la CSRD. Ce n'est franchement pas simple, il faut vraiment s'y mettre. Je ne sais pas si vous avez déjà regardé les ESRS ?

**Oui, enfin j'ai parcouru...**

Avec les disclose requirements, les application requirements, la ESRS 2 qui s'applique à tout le monde et qui de façon transversale... c'est quand même assez complexe. Donc je commence petit à petit à jongler avec le truc mais il m'a fallu un peu de temps. Mais donc je me dis pour des petites sociétés voilà ça... mais j'imagine que... l'avantage c'est qu'une fois que j'ai fait l'exercice une première fois, et en particulier sur toute la partie Business Model Strategy, rôle des organes de gestion, et comment tout ça s'articule avec les sujets matériels que vous avez

déterminés... mais une fois que vous l'avez fait, chaque année ça va être plus facile. Il y aura une partie du travail qui reste stable. Bon sauf si vous changez votre stratégie, ou si tout d'un coup vous refaites l'exercice de double matérialité puisque la bonne pratique c'est de le faire tous les 2, 3 ans et de revoir si les sujets sont toujours les mêmes. Mais pour le reste, oui c'est quand même, c'est... je pense qu'ils auraient pu faire plus simple. Enfin il me semble qu'ils auraient pu faire plus simple.

**Ok. Parce que quand je regardais ces normes proposées par l'EFRAG, en tout cas la version actuelle publiée, j'ai remarqué qu'il y a quand même beaucoup de données de type narrative, et qui par définition ne sont pas très comparables...**

Dans tout ce qui est narratif, c'est justement comment est... enfin quel est le rôle de votre organe de gestion dans l'établissement des politiques à mettre en place pour les différents sujets matériels... Oui effectivement, en fonction des sujets matériels... mais l'idée c'est vraiment de démontrer que les organes de gestion ont intégré ces sujets matériels, savent de quoi il s'agit, les intègrent dans leurs prises de décision, dans la mise en place de la stratégie de la boîte, etc. Donc c'est sûr que ce sera différent d'une société à l'autre, mais l'objectif c'est de montrer que ça vient du top de la boîte. Donc je pense que ça permet une certaine forme de comparabilité et de s'assurer que dans chaque société ça vient bien du top.

**Oui... et pour terminer c'est plus pour voir l'impact à la suite de la NFRD, pour vous quelle était l'impact de cette directive en termes de comparabilité et qualité de ces informations et...**

Mais il n'y avait pas de comparaison justement hein. Certaines sociétés, alors beaucoup de sociétés quand même, ont utilisé GRI donc vous pouvez alors reprendre les GRI de chacune des entreprises, si vous êtes un investisseur et que vous regardez un peu plus particulièrement un secteur d'activité ou voilà... vous pouvez reprendre GRI pour chacune des entreprises que vous suivez par exemple, et là vous avez une certaine forme de comparaison. Mais pour la NFRD en tant que telle, non il n'y avait pas de comparaison puisque les exigences étaient assez légères et très, très vagues en fait hein. Quand vous regardez le texte, ça permettait à chacune des sociétés de l'interpréter un peu comme elles le souhaitaient, et comme en plus il n'y avait pas d'obligation d'audit de cette information-là... alors certaines sociétés le faisaient quand même... mais il n'y avait pas d'obligation d'audit. Ben voilà, à la limite vous le rédigez comme vous pensiez devoir le rédiger.

**Oui... Et vous pensez que la CSRD va être à quel point effective sur le long terme ? Vaut-elle pouvoir améliorer totalement la qualité et la comparabilité des informations ? Ou est-ce qu'il faudra encore faire du travail après ?**

Oui moi je crois, je pense que oui alors il faudra évidemment s'assurer qu'on embarque toutes les sociétés, y compris les petites. Et donc c'est là que l'EFRAG va avoir son rôle à jouer puisque je pense que les critères tels qu'ils existent aujourd'hui sont beaucoup trop détaillés, trop complexes pour des petites sociétés donc il faudra voir comment on peut adapter ça. Alors c'est sûr qu'à mon avis il va falloir suivre ça de près. Peut-être que la directive ou les textes, les ESRS vont évoluer avec le temps mais je pense que ça a le mérite en tout cas d'obliger les sociétés à réfléchir à leur impact. Et de nouveau comme je le disais tout à l'heure, vous ne

pouvez publier que ce que vous faites et donc du coup ça va pousser les sociétés à agir aussi directement. Donc je pense que oui pour moi ça va plutôt dans la bonne direction même si certains prétendent que ce sont les agences de consultance qui ont poussé pour que les sociétés aient de nouvelles obligations de reporting parce que ça leur fait du chiffre d'affaires, mais... Non moi je crois que c'est plutôt bon et voilà et ça pousse les sociétés à se demander mais c'est vrai c'est quoi mon impact sur l'environnement ? C'est quoi mon impact sur le travail des enfants ? C'est quoi mon impact sur l'esclavage moderne ? C'est quoi mon impact sur l'eau ? des questions qu'elles ne se posaient peut-être pas. Je trouve que ce sont des questions qui ne sont pas inutiles.

**Oui... voilà c'est un peu le tour de mes questions, je ne sais pas si vous avez des choses à rajouter ?**

Non je pense qu'on a bien fait le tour de la question. Si au cours de votre travail vous avez encore des choses et vous vous dites tiens là je voudrais reposer une petite question, vous m'envoyez un message et puis on s'en parle.

**C'est très gentil merci.**

[Closing discussion]

## 2.2 Taylor Morgan (EN):

[Introductory discussion]

### **Can you maybe present yourself a bit, your job, and the company you work for?**

Yeah, so I have been at the company for around five years now, and we are a large owner of different companies in various industries. We have both listed companies and private equity, which are wholly owned companies. So, there are approximately 50% in each bucket. At the parent company where I work, we have about 100 employees. We're only operating through the ownership of our companies through the boards of the companies we own. I work with sustainability, mostly regarding our portfolio and how we drive sustainability as a long-term owner and what we focus on and what we require companies to work with when it comes to sustainability. And that is within ESG. So environmental, social, and governance. And so that is a short version of our company and my role within the company. And I'm responsible for sustainability. So, I'm the head of sustainability here at Comp.2.

### **Is your role related to the implementation and to make sure that the company is compliant with the CSRD?**

Yes, that's a part of my role.

### **How do you perceive the CSRD's effect on your corporate reports?**

CSRD is a very comprehensive reporting requirement as you probably are well aware. And we overall think that it's a good and welcomed standard to enhance the reporting for companies within the EU. It is also the challenge that it is not a global standardization since it will be requiring a lot from companies affected by this reporting compared to companies outside the EU and outside this regulation. But broadly, it's welcomed. And it has a very clever setup since it's focusing on the material topics for a specific company and making it transparent how the company actually works with this area, what kind of targets, policies, processes they have in place, and how they are making progress within this area. So, in practice, it also leads to action, even though it's not a required action since it's only transparency, so it has a very good and clever setup, which we also see the impacts of as it's being implemented both within our portfolio companies but also broadly. It is however a challenge to reach full CSRD compliance and there's a very lack of resources and time to make this happen. However, we do know that there is a global challenge, and we need to move quickly so we understand, but the standards are not perfect to be the short explanation. So, there are a lot of elements in the standards that are still up for development and interpretation. So, before we have a more standardized way, it will take some years before we can compare companies against companies. But overall, it is welcomed from our side.

### **One of the main goals of the CSRD is to have reports of better quality and more comparable between companies, at least from the same sectors. Do you believe its effect will come more in the short or long term?**

I think it will get better and better over the years to come. Definitely, and it will be a huge improvement compared to earlier reporting already when it's being implemented the first years.

But then I think we will see success, it will be in an implementation phase where we see more and more comparability among companies. But then we have the overall challenge of it's not being on a global scale. So, within the companies in the EU, it will be better that comparability. But on a broader scale, it will not. That is the challenge.

**You are talking about challenges, what do you think are the main challenges for your company to implement internally the CSRD requirements?**

There are many, but I would say resources and expertise are the main challenges. It is so comprehensive data within different fields. So, we see that even among the mature companies, it is a challenge to be able to prepare and to be ready for these reporting requirements. And there is a challenge of putting all the resources towards reporting instead of the actual work, to work with sustainability and to improve progress. So, it will be a little bit a negative impact in the beginning, focusing more on reporting perspectives of it.

**Regarding your job, how are you specifically involved in the implementation? Is it more about a supervision role, or are you involved in-depth to gather at every part of the company the right information?**

I would say mostly on the supervisor. I'm responsible for the whole project and then we have different work streams focusing on different phases in the project where for example implementing a system solution to help us collect all the data and that is led from the finance department, and they report back to me in the Steering Committee for example. So, there are different work streams and in some of the work streams also in the details since it's a lot of interpretation of how this will be in practice. But overall, yeah, I'm more monitoring and steering.

**Did you also choose to outsource a part of the work to consultants or some kind of expert in the directive as well?**

Many. Yeah. So, we have contact with both two different consultancies and from the Big four and then we have our auditors. So, we are actually in contact with three different consultancies on this and that is because we are a different actor compared to many traditional companies. Since we are the owner of many different companies and different industries, we have more challenges of how to make this understandable for the external stakeholders. That's so there is definitely a lot of actors involved in this, yeah.

**Do you think that there are kinds of companies that will have more difficulty to build these reports and be compliant with the CSRD?**

I would rather say it's a challenge for our wholly owned companies that are small. So, it depends on where they are on the maturity level of how they work with sustainability. And what we see is that the more the smaller companies, if we look at the number of employees, they will have higher challenges in how to get this comprehensive data collected and due to a lack of expertise and resources. But in our larger mature companies, where they have also divided responsibilities into different divisions, or business areas, etc. they have better starting points to also broaden the perspective of data. So, I would say we see more of that kind of resource and expertise challenge in the smaller companies.

And if we talk more about the industries, I think the industries that have clear business opportunities related to sustainability or risks have already started this journey earlier. So, they are better equipped for this to come. So, I would, I would say the more challenges are with the company that maybe have been a little bit on the side in this journey. They have low impact, low risks, low opportunities. So, they are doing something that is less tangible to connect to sustainability, for example, and but that and then they have less resources to work with this and haven't had the clear incentives to drive this forward. So, I would say more like that. And if we then see if we draw the parallel, so we have companies in the real estate industry for them, this has been high on the agenda for a long time and we have companies in our listed portfolio that are offering customers more energy-efficient solutions than their competitors and we have companies who provide products that create social inclusion. So, they have this as a core business how to contribute to the social aspect of sustainability. So, all of them are better equipped to do this kind of reporting. Because it is all about how it is integrated into the strategies and everything, and it is more natural in these kinds of companies than for companies who have longer linkage to it, so to say.

**You were talking about how some kinds of companies have fewer resources. What kind of resources are you talking about?**

I'm talking in broad, but that is both regarding employees working with this and also the budget for working with us, and that is often very much correlated to if they have a good system in place for collecting data and to report data. And that is a main challenge because this is a moving field and within the data system and solutions they are rapidly developing their system. So, there is no silver bullet there yet that solves all the companies' issues. So, it's a lot of development and time taking a lot of resources to implement systems that are not perfect. So, it's a massive work to be done.

**What do you think are the main steps for the implementation?**

The governance, setting the right structure for how to work with this. The responsibility and the board oversight of this kind of topics is a key element. I would also say that the upskilling of both internally the stakeholders, the key people working with this, but also in a broad scale and externally to customers and key stakeholders about outside of the organization. And in addition to, of course, a lot of data management and securing the quality and data and internal control processes in place. But it's important not to forget about the governance and the clear overall direction of the companies with targets, etc.

**Two of the main challenges that my literature review has highlighted for credit rating agencies when they're trying to gather all this information to integrate it into their evaluation are the quality of this non-financial information and its comparability from sustainability reports. What do you think overall about maybe your company, all companies in general, but the quality and comparability right now of these reports before the CSRD effect?**

So, this is a very low comparability today and it has been improved over the years, but it is low. That is the quick answer, and it's very hard to compare companies against each other when one's definitions vary, and the scope of reporting is so different.

**Do you feel the same about quality as well?**

Yes of course, the NFRD, with the option to pick a standard to report against, or not have a standard is of course a main challenge because it's a lack of standardization and comparability. And, but I would rather connect it to the data not being audited and then so that is a clear to be able to make investment decisions based on this information. It needs to be high quality to be able to trust that the information is representative of the situation and there the limited assurance is of course a key element if to provide more verified and quality data. Within our portfolio, we're happy because we have such mature companies in our listed portfolio where all of them have been reporting against the GRI, Global Reporting Initiative, and other voluntary frameworks for a long time and the data have been assured by external auditors. So, we have a pretty good in our existing portfolio, but if you're thinking outside our portfolio, I wouldn't make investment decisions and I'll be very careful drawing any conclusions based on the company's reports, yeah.

**You were talking about GRI, did the company oblige all your portfolio's companies to have the same kind of standards before the CSRD?**

Yeah, that's how NFRD works. And then it has been a pressure. So, within the EU, there has been a clear majority using global reporting initiative standards. And so it's been pretty much a hygiene factor for listed companies in Sweden and driving the development. And now CSRD is building it onto the GRI elements. So, it will be very much harmonized with the best parts of the GRI and then it will be more comprehensive with more data. But is overall in line with what has been before and a little bit stricter on definitions going forward and ... Remind me what was the question?

**Did your company oblige your company's portfolio to follow specific standards, or did they have the choice to do it?**

So, the question is, is pretty much the hygiene factor in Sweden. So, we haven't been driving that. They should report in accordance with GRI because we hadn't, they were doing it regardless of that. But we do, however, drive, for example TCFD, that our portfolio companies are reporting according to that. So, it has been something we have put in the dialogues with our portfolio companies. So, the answer is yes in some cases, but some hygiene levels have been there already.

**Do you think that the CSRD will help on the matter of quality and comparability of sustainable information? Do you feel it is a real step forward?**

That, frankly, yeah. It will be a huge step forward and it's just a matter of time until we can, maybe..., we will see how quickly we will get there, but it's definitely in the right direction.

**I was also looking at the ESRS proposed by the EFRAG. And I was looking at the type of information required for companies, which is basically a lot qualitative. Do you think that it represents a challenge for comparability?**

That is tricky, of course, and I think here is, depending on what kind of investor you are from financial market participants and it's not, it's not exactly the qualitative information per say that

you want to compare. It's more that when you assess the company's performance and the impact, risk, and opportunity that company have which could vary depending on how the value chain looks for a certain company. So is to understand that information so that is transparent and clear, and then to look into if we as a financial market participant think that the company is addressing this adequately. So, it's more to compare the top version of the impacts, risks, and opportunities versus the companies' approaches to that and then look into the companies how and the data points related to how costly will this transformation be. For example, for this company, how much will it cost for them to reach their targets? So, then you look at the company to see is this interesting for us to invest in. So, I would say that the qualitative information is rather more focused on a company perspective and then you can in some cases draw parallels to other approaches or what kind of transformation other companies are doing. But I think that the quality of information is mostly key for a certain company... And if you understand me, umm.

**Yeah, so do you think that's the quantity of quantitative information asked by the ESRS are sufficient for a financial market participant?**

And now we're looking into the crystal ball of how it will look in the future. So, there's a tricky question and I think it will be a huge step in the right direction. We will have to see until the reports are being publicly available to be able to see if it works or not, but at least it will start the dialogue for the investors and the company on the ambition and the approaches they have, so it will definitely be in the right way. However, if it will be enough, uh, that's time will tell. And it is comprehensive if we look at what we need to report, it is 70% qualitative information and 30% data points. So, there's a lot of, it's a lot of qualitative information and that is tricky and is tricky to compare qualitative information. Uh, because that lacks standardization and it's hard to get the data points for that to be able to visualize. So that's why I'm saying. I think it's more on a company-by-company level, just as the qualitative and then the data that you could be easier to benchmark. But high on security, because this is looking into the future and I'm not, I don't have those skills.

**Also, what are the major changes for your company, going from the NFRD to the CSRD?**

So, it's a relevant question for us. Since both of them now are operating under the materiality perspective, the new element there was the double materiality assessment. So, it means to broaden the perspective on financial materiality since we focus a lot on the impact materiality earlier. So that is a key development. We did it, but only within certain areas. So, it's more, it's more a detailed assessment of all, and it's also a broader value chain perspective in this new one. So, I would say that is the transformation on the scope of what to report, which is much broader now than before and on the qualitative, I would say that we already had good processes in place, internal control and we had limited assurance. So that will not change dramatically for us. It's just that it will be more comprehensive scope.

And then I would say that the major challenge which is actually interesting because in NFRD the board was responsible already for the data in that report, but somehow it's more clear now that the Board is responsible. So, it's been placed much higher on the board agenda and the management group. They are more accountable or they are not more accountable than before,

but they feel more accountable than before because it's so clearly explicit in the standard and in the regulation, and that puts better attention to sustainability than before. So, in our case, our management group and the Board of Directors is very interested in the CSRD project, which you could assume it's really weird because it's a regulatory burden and it's a lot of work to be done. But there's a lot of focus on it, which is welcomed because there is a lot of resources going into it, but also to be able to, to leverage that and use that as a good tool for upskilling events and to creating, buying and also to move forward with different and new focus areas etc. So maybe not due to exactly the wording, but a clear difference with CSRD.

**Do you feel in general that it will help companies to become key actors in the sustainable transition?**

Yeah, and definitely so. And when we look into our companies, we have a lot of very impressive companies in our portfolio who are front leaders in their industries working with this. And we really see that as a key element to future proof their business to ensure that they will competitive over time. And in some cases, it is to transform an existing business to move towards electricity or in some cases it is to reduce the negative impact in different parts of the value chain.

**And who do you think will benefit the most among the stakeholders from this new information, of better quality and comparable?**

I would say the financial market is the key audience for this because it will be a lot of reporting and very comprehensive reporting. So, the overall purpose is for the financial market to be able to make investment decisions based on this data, and that is the overall goal of redirecting capital flows towards sustainability. And at what speed that will be, that is not clear. But then I think as well for customers, an indirect effect of this would be that it is much, much more data available so suddenly. Customers that need their data for their CSR reports or that need data on the products they buy will need the data from the companies affected in the value chain. So, there will be a trickle-down effect of customers asking their suppliers to ask their suppliers etc. So, there will be implications of driving more focus on this and more data on this on a broader scale.

**All of my questions have been answered. I don't know if you want to add something?**

No, I think it's a very interesting field and it's and it's a bit of a challenge navigating the jungle of different abbreviations and different reporting requirements. And I think this kind of focus on your master's thesis was very valuable.

[Closing discussion]

### 2.3 *Jordan Blake (EN):*

[Introductory discussion]

#### **Can you maybe present yourself a bit, your work, and the company you work for?**

So, I'm Jordan Blake. At the moment I am doing a management traineeship at Comp.3. I've done a rotation of eight months in the customer service department. The second assignment was in strategic pricing, and now I'm in my last assignment, sustainability, where I'm working more as a sustainability manager with a focus on CSRD implementation. And no, that's briefly stated that Comp.3 if I didn't say that yeah.

#### **And what is your work more specifically? So, you help implement the CSRD internally, but what do you do more specifically?**

So let me say that I came into this assignment after the double materiality analysis. So, I only saw the results of that, but I was not involved in the process because we did it with external consultants. Based on the outcome of the double materiality analysis, I had to start implementing the CSRD. So, to make our annual report compliant for the next year regarding the CSRD rules, I had to prepare that, and on my side. The biggest headlines of my task were to get the narrative side of the story in the right place and also the metrics side. The metrics are like, it's a qualitative and quantitative side in CSRD that both have to be aligned to be reported compliantly in the annual report. And that is overall my assignment, actually, to guide the project over the different material tracks that are identified in the double materiality analysis.

#### **You were talking about how you had the help of consultants. Is it still something you have now to help you in your work, or are you doing it by yourself and with your team?**

Uh, so at the moment because CSRD is like a new topic, no company knows how to approach it. So even consultants don't really know how to approach it. A lot of online tools are emerging, but they are not mature yet. So that's why from within a company perspective, we decided to take this in-house. Where we only worked on the work before as double materiality, you also have EU taxonomy, we also did that with the consultants. But really, like the core of the CSRD, we are going to keep in-house and we're gonna do it in a pragmatic way, with Excel, share points... We also have an IT team in Serbia and we're gonna use their capabilities to create some automated consolidation and SharePoint and Excel with macros that can send emails out to collect information from business owners. So, we kind of try to create our own tool, but based on Excel SharePoint automation... and not really something digitally online, but I still think that that will be the way to go in the future. They don't want it yet because they believe it's not mature yet and I understand that argument.

#### **And I guess that it is also a cost as well...**

Yeah, but on the other side, you also have the cost of all the people that you're gonna because now we have a whole Serbia IT team. It's like three or four people working full-time on that automation. We have two people in our team. It's me and a colleague who do this. So, then you have to weigh the cost of that against the cost of the tool. So, I think like to get an external tool. It's like a more visible cost instead of the cost within the company.

**Okay. And uh, more generally how do you perceive the effect of the CSRD on your sustainability report? What will change?**

So, we notice that CSRD wants to address the risks. From the double materiality, you have risks, opportunities, threats, and all of these factors. And the CSRD puts them more in the spotlight. As they also want to understand from the CSRD perspective, if you have a risk, how are we gonna tackle it? So, we have to be more transparent and open about our action plans, about policies that we will put in place, and targets to address the risks that you have at the moment. That's something that was not really done before. So, it makes companies more transparent. But I wouldn't say that it's still like you could compare companies with each other based on CSRD because every company can implement it in a different way.

**Umm, okay yeah. And internally what are the main steps you followed, or you will follow to make your reports compliant? You were talking about double materiality assessment, and gathering data with tools, are there any other steps?**

Yes. So, Deloitte is going to do our audit and with Deloitte, we had to align on the list of metrics, for example, on which we're gonna document and Deloitte also had a certain list on which they're gonna audit. So, then you have to see if the lists are aligned with each other, because for every sector you have different topics that are material. So, it's a matter of having these ones already correct and luckily we were like 95% aligned so like 5% of metrics were more narrative or were not really a KPI or were phased in. So phased in means that we have to do it next year, not this year. So, there are always like some small discrepancies but those were very little. And that is to have in place in order to have a proper future-proof continuation and the program managing.

**Thank you. And what are the main changes your company had to encounter to make those reports compliant with the CSRD?**

So, it's on different levels, I would say. Maybe on one level is the change management that we'll have internally. So, for a lot of people, it's something extra that comes on top of their job. We also have to involve our affiliates, and we have around 14-15 affiliates all over the world. So, if you ask a business owner of a certain metric or topic to also gather the data of 15 affiliates, you're gonna get pushback and they're not gonna be happy with it. Especially at Comp.3, you also have a lot of state-owned company employees from [Company X] in the past, and they have like protected status. So, they can be fired, and they are very rebellious in this type of thing. Their owners refused and got pushbacks for a couple of months and then they admit. So, it is a lot of loss of time and discussions. So, it is not a matter of the content being very hard, it's just a matter of convincing the people to take extra work and do the extra sprint. On the other hand, maybe on a more technical side, the databases. A lot of data is, for example, in people's tested expertise and not digitized into systems. So that's something that we found out collaborating with our IT team. That actually we need to store more data online in the database and we have to consolidate. So, we can just then in the future extract the data that we need without having to send emails to people and so on. And with all the affiliates that's going to be another challenge because how are you gonna consolidate databases from either the US, Asia, or Africa?

**Countries that I guess have different kinds of definitions and measures?**

Yes, on that matter, we're gonna first clarify all the definitions on our side and then we're gonna cascade those towards the affiliates. Because if you have to align with every affiliate on what they think is a certain definition for 400 something metrics, it's not done. So, it's better that we create the definitions, the calculations, the templates and we just let them fill them in.

**And do you feel that depending on sectors or industries, certain types of companies will have more difficulties aligning with the CSRD?**

Yeah, I believe that more polluting companies will have more material tracks. For example, in environmental matters, there are certain material tracks that are not applicable to us because we are a telecom company, we don't produce anything. So, I believe more manufacturing companies will have much more requirements and disclosures to take into account than us. And also, just the fact that bigger companies, like those with over 750 employees, have to report already on more requirements than the ones that are smaller than 750. That aspect also shows a level of applicability on who has it easier or harder. Instead of having more unequal treatment. Because now, when we all have reported this year, all other companies can just look at us as examples and do the same thing. For example, for us to benchmark, we have Telefonica. It's a Spanish Telecom company and they are also already very forward in their process and annual reports. They already have a kind of CSRD compliant annual report, with the structure but they don't yet publish all the data, but they already created the structure in their annual report. And that also helps us. Because with CSRD, it is another aspect, but the annual report structure is also changing. So, for that we also work with an external partner to see how we're gonna rebuild our annual report to make it readable and to avoid duplications or overlap so that we don't repeat things in our CSRD requirements that already come in another part of the report.

**In my literature review, two challenges have been highlighted that credit rating agencies have to face are the quality and comparability of non-financial information in corporate sustainability reports. What do you think is the actual level of quality and comparability of this information right now before the CSRD?**

Okay, before... at the moment I feel you have certain scores and awards like you have CDP awards and SBTi scores. So, I think on that basis there was some level of comparability. But companies still had their own choice of what they were gonna publish and what not. And a lot of the time, companies would never publish things that are not positive. So, it was...I don't really think that there was a way to compare initiatives being taken care of. For example, I think more in the social material track where it's about digital inclusion, partnerships that companies have, these are more visible than what is actually really happening within the company. And then I'm also not like an expert in annual reports, comparisons, etc. so I cannot give a perfect answer to this. As I understand from my colleagues, with CSRD, it would be more possible because, for example, the metrics are all the same in the end.

But there's one thing: the calculation behind the metrics is still going to be different. Yeah, because we still have room for our own interpretation and CSRD says that as long as you explain how you did the calculation or the thing, it's okay for them. So, companies can maybe compare with certain competitors when they're gonna apply the same calculation, but not just

“Okay, I'm gonna take these annual reports, put them next to each other and compare.” I don't think that that will be still feasible because it's a matter of how definitions have been implemented, etc.

**Okay, so does the CSRD not provide you with clear definitions for everything you need to report?**

Yeah, for example, there is the notion of the ratio between the pay gap of the CEO and the lowest-paid employee. But then you can have different options like, “Okay, we're gonna look only at the base pay, without benefits.” Which benefits are we taking into account, all of these different aspects? And at the moment we have already published that information with a base pay and all the advantages, but if another company decides to do it only on base pay, then you get a whole different view. Or maybe they have fewer benefits than certain companies...

**Umm. And do you think in the long term CSRD will help increase the level of quality and comparability?**

I think as it's like a kind of new annex, it's also new for the EU Commission who is behind the CSRD. I believe it's evolving. It's gonna be... because even now at the moment, for example, we had the metric that we had to publish, disclose, on our revenue streams of certain ESRS sectors. But Telecom was not yet included within these sectors. Yes, so it was not applicable to us after all. And then Deloitte told us that the ESRS, the CSRD is still evolving and they have planned to put telecom also as an applicable sector between 2024 and 2026. So, it might be next year, it might be in two years. So, we still have to follow up.

Because the list of metrics and stuff we got from KPMG and then we compared with Deloitte and then Deloitte said so. Also, all the different consulting companies give different advice. Everyone has their own perspective on it, their own understanding. Even if you look on the ESRS website, they have a lot of open questions, discussions, and a lot of companies and consulting companies are giving white papers on how to implement or understand certain metrics. You have terms like adequate wage or benchmark wages... it's still very open and very broad and I think it all has to be fine-tuned to be more vast and more comparable.

**Who do you think are the main users of that information, who would benefit the most in the long term after all this involvement?**

I believe it will be investors as we see an evolution that, or banks even, they are looking at how the company is taking care of their ESG requirements. And whenever you have to finance something, you need money, people are also gonna check on ESG and not only on financial numbers. So that's one aspect of it. I think another one might be the governments. Especially, with telecom, we have like four or five telecom companies. It's not a big market. So, all industry players are being watched to ensure that they're also taking care of the community and the environment, not only focusing on their core business of making a profit but also adding something to society. As there are just a few players and they have the power, they have to take care of the other side as well. So, I think it's mostly investors, government, and maybe the EU Commission as they started the CSRD. And of course, it can also create more competitiveness

among players. So, when they see, “Okay, well these guys have very good metrics on that, based on that calculation or they do these initiatives,” it can challenge each other as well.

**Do you think that, not specifically for Comp.3, but in general, it will help companies be key actors in the sustainable transition?**

Uhh, I think it is. If I see how it's changing within Comp.3, ESG is becoming more alive because now my team works as a center of excellence, and that means that we work very transversally and within all departments. So, because we have to gather all the ESG data from logistics, legal, circular economy, you name it, everywhere. So, we even have now a new ESG committee in our company, and that's with the other leadership boards. So, it's like the CEO with his staff, and important decisions are being made now based also on non-financial reporting. So, I think CSRD wakes companies up to say, “Oh, we have to think more about this, have some more action plans around this topic, and set targets.” So that's also kind of a wake-up call to companies.

**Okay. You were talking about ESRS, and when I looked it up, I saw a lot of qualitative information, which seems by definition more difficult to compare. What do you think about that?**

The thing is, on the narrative side, it's not very clear what is expected. It's still a bit vague because there are main topics, descriptions of the topic. Then you have the opportunities, impact, risk, and then you have policies, actions, targets, and metrics. So that's kind of the content of the table, but what's being written in it is still kind of an open game. So, while on the metric side you have strict metrics, this is the unit of measure. The only difference there is that every company has its own working assumption, its own definition. And that is the only factor that if CSRD could supply certain working definitions per sector, let's say, then it would be more comparable. But at the moment, the narrative part is more comparable based on the subtitles about what is generally going on, and the metrics side is only comparable if they are aligned on the calculation process.

**Okay, interesting. And you were not working when the NFRD was implemented, but by working on the CSRD, what do you think are the main changes in general?**

Yeah, so I believe it's the... like the main changes, right? Let me open the PowerPoint because I'm not that much involved in the working group. Okay, I got it, I open it so I can have a better view on it because we have a different team who takes care of the annual report structure.

So, another big change will be that... because we also have to report on our affiliates, they might make a certain split of domestic versus international. So, for domestic we're gonna take all European companies and international everything out of Europe. So, it's another split that we decided to make because of CSRD. So that's already one big change to also financially consolidate.

**So, the idea is to create two kinds of systems, one with the split and another without? Because you still have to publish the consolidated regular financial report.**

Yeah, international and domestic but it's still in discussions. So, it's not yet approved and confirmed by the board but that was a possible way to go and out of that I think at the moment a lot of companies have separate sustainability papers and they just attach them to their annual report. And with CSRD we are going to merge it more into the annual report. So, there you have to find the balance because you also have a material track general information in CSRD so that a lot of topics that are treated in different places are going to be now in the general part. And also, the business conduct is, for example, a material tracking CSRD, but every company speaks in a different subtitle about governance and how they work. So, it is more about finding the puzzle internally, how they're gonna solve that part. But they really want CSRD to follow with material, the subject, the description, policy, action, target, metrics per material track. So that is something that they really want to have it more auditable and to make it more readable and understandable let's say, because if you're gonna just spread it all over the annual report it will be rather unpleasant to read for the readers.

**Okay, I think you have answered all my questions! I don't know if you want to add something?**

That's good, uhh let me see what else I can maybe fish for you. Umm because we have so many different committees and presentations that we have to make. It's crazy. Sometimes you spend more time making a presentation about it.

**...than actually doing the work**

Yeah, it's not because, for example, you have in a company like Comp.3, it's also very hierarchical, you have different... like for example I have a staff board of my manager. You have above him, "PLS leaderships," they call it, and you have above them the general boards with the CEO. So, you have already three different boards that I have to make presentations for. Then you also have an Audit and Risk Committee and the ESG Committee. And then you still reuse presentations that you use somewhere else but you have to know who is in that presentation to not say the same things. So, it's a bit annoying but yes well it's yeah pitching, it's not that hard if you have done it already twice or three times because easily.

**Yeah...**

OK maybe another thing that I found is the issue of accountability. So, it's again related to the change management. So, the company, who is gonna be accountable for what? So, accountability issues are very popular, let's say at Comp.3. And also, whenever we need input from external partners, for example around clarity, we need to know how many certain products, what they consist of, what products are in them. And then all our partners also have to do their work to find it out and then we have to wait on them in order to put it, it is another factor. And yeah, that's overall, the biggest.

[Closing discussion]

### 3. Credit rating agencies

#### 3.1 Elise Moreau (FR):

[Introductory discussion]

#### **Peux-tu peut-être commencer par te présenter toi et ton travail actuel ?**

Donc Elise Moreau. Je suis analyste chez CRA.1. J'ai rejoint CRA.1 il y a bientôt deux ans donc en septembre 2022. Je fais partie du Graduate Program donc j'ai travaillé un an en analyse bancaire sur les marchés émergents donc tout ce qui est Europe du Sud et MENA. Et j'ai rejoint l'équipe biens de consommation et healthcare il y a neuf mois maintenant, voilà. Et je travaille comme analyste et j'ai un portefeuille de 14 entreprises dans la santé et dans la food.

**C'est parfait. Peut-être pour être sûr que je comprenne bien ce que tu peux expliquer, on peut de manière très générale, peut-être qu'est-ce que c'est cette entreprise et qu'est-ce que tu fais ? Enfin, quel est ton travail au quotidien exactement ?**

Ouais, alors CRA.1 à la base c'est un grand groupe. C'est une entreprise d'information et de données pour te la faire très générale. Il y a plusieurs divisions donc t'as [Division\_1] pour les indices Dow Jones, tu as [Division\_2] qui est plus orientée ESG, tu as [Division\_3] qui est plus orientée voiture, véhicules électriques tout ça enfin voilà tu as cinq divisions, il me semble. J'ai dû en oublier quelques-unes. Tu as [Division\_4] qui fait la plateforme de données sur laquelle on publie également des recherches et tu as la [Division\_5], donc celle dont je fais partie où on va faire de l'analyse, des notations et aussi des projets de recherche. Donc voilà donc ça c'est pour la division des notations dont je fais partie.

Et tu m'avais demandé... ah oui mon travail de tous les jours. Donc moi, j'ai un portefeuille de 14 crédits donc chaque analyste a un portefeuille de crédits. Donc les crédits ce sont des émetteurs en fait, des gens, des personnes enfin des entreprises qui sont notées dans notre cas. Et en fait nous, on se charge de s'assurer que la notation reflète bien la situation de l'entreprise en temps réel. Donc ce que ça implique au quotidien, ça implique avoir des interactions régulières avec le management, aussi regarder un peu ce qui se passe sur les marchés, les tendances etc. du secteur, si jamais il y a quelque chose qui pourrait impacter l'entreprise et son activité ça implique du coup de faire des projections sur l'avenir de l'entreprise qui peuvent l'aider à déterminer un rating et ça va être aussi de la publication donc la publication d'articles de rapport sur l'entreprise mais aussi de la publication de recherche sectorielle. Tu peux discuter d'un sujet et etc. Donc ça c'est ce qu'on va faire et il y a aussi la partie investisseur dans le sens où quand on va publier un rapport sur le site, il y a pas mal d'investisseurs qui vont lire et souvent ils vont avoir des questions ou des personnes aussi en général qui reprennent un peu le coverage d'une boîte veulent un peu connaître l'entreprise et du coup ils nous appellent pour poser leurs questions, quelles sont nos visions du secteur, de l'entreprise etc. Donc t'as aussi une interaction avec du coup les investisseurs de manière générale, et voilà. Mais globalement c'est beaucoup d'analyses, beaucoup de et peu d'écriture pour les rapports voilà.

**Ok je vois ! Peux-tu m'expliquer comment l'entreprise intègre ces facteurs ESG dans les notations, comment vous les prenez en compte de manière générale dans vos processus ?**

Ouais alors il y a plusieurs équipes chez CRA.1. T'as déjà la [Division\_2] qui va faire de la recherche mais dans la [Division\_5], tu as une équipe Sustainable Finance qui fait des produits spécifiques à l'ESG par entreprise. Donc si tu veux, je te donnerai l'occasion. Un contact de l'équipe pour que tu puisses voir avec eux.

**Oh oui, très gentil merci !**

Mais alors je vais te l'écrire tout de suite parce que sinon j'ai encore oublié alors ça c'est un français également. Et sinon il y a la manager, hop si t'arrives pas à l'avoir. Parce qu'ils font vraiment des produits ESG en lien donc tu peux peut-être voir avec eux pour plus de matérialité. En gros, nous ce qui se passe c'est qu'alors à de base historiquement on avait des crédits, il y avait [Mesure\_1], donc E1, E2 pour environnement, pareil pour social et pareil pour gouvernance. On les a retirés l'année dernière donc ils ne font plus partie de nos analyses. En revanche on ne peut pas nier, l'ESG fait quand même partie de nos analyses et dans nos rapports il y aura toujours un paragraphe ESG. Maintenant comment nous on regarde ça donc on va plus noter la gouvernance, l'environnement, etc. Mais on va quand même regarder ce qui se passe, on va toujours poser la question aux entreprises au niveau de la gouvernance, au niveau de l'environnement et ça va vraiment dépendre des secteurs aussi.

Chaque secteur est confronté à ses propres tendances. Le risque réputationnel est un risque auquel on fait tout particulièrement attention dans nos analyses, car les pratiques d'une entreprise en matière d'ESG peuvent avoir un impact significatif sur sa réputation, et engendrer beaucoup de conséquences pour l'entreprise. Par exemple dans la santé ce qui compte c'est aussi c'est surtout le risque réputationnel. Donc on va regarder beaucoup tout ce qui est côté social et gouvernance aussi dans certains types d'entités alors qu'à l'inverse par exemple pour l'agriculture qu'on couvre également on va plus regarder l'environnement, la consommation d'eau toutes ces choses-là. Il y a aussi un peu de social mais ce n'est pas ce qui prédomine. Donc on va regarder ça et comment on fait on pose la question au management, on regarde leur plan parce que chaque management en général a un plan de décarbonation ou d'ESG, ils publient des sustainability reports et qu'on va regarder, on va poser la question et surtout nous ce qui nous intéresse c'est...comment s'est mis en place aussi parce qu'il ne faut pas que ce soit du greenwashing ou des belles paroles. Donc on va regarder comment s'est mis en place parce que tous ces petits facteurs en gros vont avoir un énorme impact sur l'entreprise et on va regarder aussi selon les types de mesures comment ça se transcrit dans les metrics financiers au final. Parce que par exemple tu vois je couvre les maisons de retraite, alors je ne sais pas si tu as entendu parler mais il y a eu un énorme scandale de maltraitance pour Orpéa en France...

**Ah non pas du tout.**

En fait, Orpéa c'est le plus gros acteur français des maisons de retraite privées. Il y a deux ans, il y a eu un livre qui est sorti qui retraçait toutes les maltraitances et ça a eu un énorme impact sur le marché. Et donc ce genre de problème a causé énormément de répercussions sur le marché et y a aussi ce qu'on appelle une pénurie de main-d'œuvre sur le marché des maisons de retraite. En fait personne ne veut aller travailler là-bas parce que les conditions de travail ne

sont pas exceptionnelles. Donc tu vois une entreprise qui va mettre à fond le facteur social de la dimension ESG pour améliorer les conditions des employés etc., c'est peut-être un opérateur qui va réussir à plus recruter et moins subir la pénurie. Et à terme tu vois en France on a le système intérimaire... employé temporaire et employé permanent. Les employés temporaires coûtent beaucoup plus. Et si l'entreprise arrive à recruter, elle va pouvoir avoir plus d'employés permanents et du coup il n'y aura pas de problème de surcoût de la main-d'œuvre par exemple. Donc y a ça et à l'inverse tu vois dans les entreprises d'agriculture donc on va dire les producteurs de blé ou les producteurs, je ne sais pas d'orge. Prendre des mesures pour améliorer la décarbonation de l'entreprise où améliorer la consommation d'eau va leur permettre de consommer moins d'eau, polluer moins, donc ce qui à terme en fait va réduire leur coût d'énergie ce qui n'est pas du luxe dans l'environnement actuel. Donc tu vois c'est aussi comme ça qu'on va regarder un petit peu les entreprises. Parce qu'au final par exemple dans le cadre des maisons de retraite, un risque réputationnel dans peut vraiment engendrer une perte des revenus. Tu peux retirer tes parents de la maison de retraite parce que tu as peur donc ça peut vraiment avoir un impact sur le business au sens général quoi.

**Ok, mais du coup avez-vous une liste de facteurs par industrie ou par secteur que vous que vous listez en fonction de l'entreprise, ou c'est plutôt une analyse générale de l'entreprise, et à partir de ça vous regardez les facteurs ESG potentiels ? Est-ce que vous avez un genre de canevas ?**

On a dans notre critère, on a un critère par secteur et il donne un petit peu les points clés de secteur en termes d'environnement de social et de gouvernance. Donc on va regarder un peu ces trucs-là. Après, il y a des acteurs de marché qui sont best in class et qui vont faire plus, et du coup on va en discuter avec eux. Mais globalement la question principale c'est toujours qu'est-ce que vous faites comme mesure ? Et après on déroule un petit peu le tapis.

**Ok, oui. Et est-ce que c'est souvent mis à jour ? J'imagine que ces facteurs changent aussi au cours du temps. Est-ce que c'est mis à jour régulièrement par l'entreprise ?**

À chaque fois qu'on revoit notre trading on revoit les dynamiques ESG puisqu'on doit publier un rapport. On doit publier une fois par an donc, c'est dû par la réglementation européenne auxquels sont soumises les agences.

**Quand tu dis rapport, c'est le rapport général de l'entreprise qui explique les méthodologies ?**

Oui, c'est ça, on publie un rapport par an, donc on va en général mettre le paragraphe ESG à ce moment-là, et il sera toujours updaté.

**Concernant la matérialité de ces facteurs ESG, comment prenez-les vous en compte dans vos évaluations ?**

Bonne question. Alors je dirais que dans notre critère il n'y a pas un pan ESG dans le sens où dans le parcours où on va trouver la note. Il n'y a pas de pan ESG obligatoire dans le sens où on a d'autres facteurs à prendre en compte, l'industrie, le positionnement de l'entreprise, etc. Donc ça ne va pas apparaître directement en revanche c'est vraiment quelque chose qu'on va prendre en compte en second plan dans le sens où ce n'est pas dans le critère mais vraiment le

risque réputation, et toutes ces choses-là, ce sont vraiment des choses qui vont impacter notre vision du crédit et ça ne va peut-être pas déterminer si c'est un B+ ou un B-, en revanche ça va déterminer notre vision de l'entreprise dans son rating. C'est à dire en B+ ou un B- ; est-ce qu'ils sont bien positionnés, est-ce qu'il y a des risques parce que notre rôle c'est aussi de flaguer un peu les risques. Et si on voit qu'il y a un risque réputation énorme, c'est quelque chose qu'on ne pourra pas ignorer et qui va apparaître dans le rapport.

**Ok oui... et es-tu confrontée à certaines difficultés quand tu dois intégrer ces informations ESG et/ou non-financières ?**

Alors très honnêtement oui. Dans le sens où je trouve que l'ESG est encore, enfin tout ce qui sustainable/ESG est encore à son stade très primaire. Dans le sens où déjà il y a des énormes différences entre l'Europe et les États-Unis. Donc si t'es sur une entreprise qui opère aux États-Unis, les manières de communiquer, les manières de faire les choses ne seront pas les mêmes. Il y a aussi d'énormes différences en termes d'écologie entre les pays européens. Ça on s'en rend compte, si tu voyages tu te rends compte rapidement de ça. Et du coup je trouve ça très difficile parce qu'il y a aussi cette histoire d'éviter le greenwashing, de s'assurer de bien comprendre ce que l'entreprise fait, est-ce qu'elle le fait par excès de zèle ou est-ce qu'elle le fait vraiment pour accélérer sa transition énergétique ? Et c'est très difficile de se retrouver par ça parce qu'il n'y a pas de reporting standard. En fait c'est assez compliqué de pouvoir bien comparer les entreprises entre elles parce qu'il y a pas vraiment de reporting standard., il n'y a pas trop de maîtrise standards. Alors bien sûr il y a les scope 1, scope 2, scope 3 mais c'est très minime comparé à l'étendue de ce que pourrait être la mesure des indicateurs ESG. Mais encore une fois c'est compliqué d'avoir un reporting standard puisque chaque secteur est différent et c'est compliqué à voir.

Et c'est quelque chose que j'avais étudié dans un cours à Columbia et pareil, euh qu'est-ce que je voulais dire ? Au niveau des ratings c'est par exemple donc nous on a plus d'usager critiquer decator. En revanche c'est assez difficile dans le sens où même les ratings ne s'accordent pas entre eux. Tu vois entre les trois agences de notation, pour les notations classiques donc corporates/souverain en général il y a quand même une certaine harmonie dans les ratings. Alors il peut y avoir des différences de notch selon les visions de chaque agence mais globalement ça reste harmonieux. Là où dans les ESG, crédit ratings, il y a vraiment des énormes différences entre les entreprises parce qu'il n'y a pas de méthodologie plus ou moins harmonieuse, il n'y a pas de reporting. Et c'est compliqué aussi de trouver de la donnée, c'est à dire que si l'entreprise fait un sustainability report où elle détaille bien tout c'est vraiment plus facile de faire une analyse que si l'entreprise elle ne marque rien. Et il faut aller à la pêche aux infos et ça aussi c'est assez compliqué parce que si l'entreprise ne te dit rien, et décide de rien de te dire, ben tu es coincé pour l'analyse.

**Tu mets le doigt sur mon sujet de mémoire. C'est vraiment deux choses que ma littérature a mis en avant, ce sont ces soucis de qualité et comparabilité, même entre secteur ou industrie, des informations non-financières.**

Oui puis ce n'est pas, ce n'est pas évident parce que par exemple dans l'agriculture ils essaient de d'améliorer la consommation d'eau mais à terme elle est obligée de rester cette

consommation d'eau. Enfin il y a aussi des secteurs où malgré tous les efforts faits pour la décarbonation, il y a des choses par essence qui vont tuer le business model et qui ne peuvent pas être mises en place. Par exemple les entreprises les sociétés de pétrole les Shell, BP, etc., ils ne vont pas arrêter de produire du pétrole pour faire plaisir, c'est un business. Donc il y a aussi cette dualité entre le l'essence même de l'entreprise et le reporting ESG. Donc tu vois ce n'est pas évident parce qu'ils vont essayer de faire des trucs pour être carbone-neutral, mais en fait à terme ils ne pourront pas non plus tout faire.

**Oui c'est pareil avec les aéroports...**

Exactement. Donc c'est je trouve que c'est un peu compliqué, mais c'est l'enjeu. L'enjeu à venir donc, je comprends que tu fasses ton mémoire sur ça.

**Oui. Peux-tu peut-être m'expliquer quelles sont tes sources pour aller chercher ses informations non-financières ? Tu as parlé des rapports de durabilité et des discussions avec le management. Ce sont tes sources principales, ou tu en as d'autres ?**

Oui ben comme je t'ai dit je vais vraiment aller chercher le rapport de sustainability de l'entreprise. C'est vraiment la première chose que je vais regarder parce qu'il s'amuse bien à détailler toutes les choses toutes les mesures qui sont prises. Et puis après on va en discuter avec le management tout simplement. C'est un des avantages de notre métier c'est qu'on a la chance de rencontrer le management de manière régulière, c'est propre à toutes les agences et on peut en discuter et poser plus de questions. Et souvent le management nous donne un peu plus de détails. Évidemment il y a des choses qui faites... tout ce qui est évoqué avec le management reste confidentiel mais il nous donne plus de détails. Ce qui nous permettent en interne de comprendre mieux les choses. Après par exemple rien n'empêche et ça c'est un truc que je fais régulièrement d'aller voir sur Google. J'adore regarder... taper le nom de l'entreprise et regarder ce qui sort dans l'actualité parce qu'on trouve on trouve des choses assez intéressantes parce que souvent l'entreprise elle fait des communiqués de presse en disant on a fait un partenariat avec telle entreprise. L'objectif est de faire ça, ça, ça et du coup on peut regarder et aussi se renseigner sur ça. Et souvent, il y a des analyses publiées. Par exemple tu vois, ouai donc c'est Public je couvre les laboratoires de biologie médicale donc... tu es en Belgique alors Biogroup peut-être que ça te parle ?

**De nom, mais après je ne sais pas grand-chose dessus.**

Ok, ben du coup c'est un des laboratoires de biologie médicale qui opère en France. Et en France, Il y a actuellement une enquête de l'autorité de la concurrence et tu vois ça c'est un truc qui peut impacter le la gouvernance et avoir aussi un risque de réputation pour l'entreprise. Donc tout ça ce sont des choses qu'on fait on regarde et on fait attention. Et ce n'est pas quelque chose auquel j'ai pensé en regardant un rapport de sustainability. Mais ça a quand même un impact donc je dirais que toujours rester vigilant sur les dynamiques du secteur et l'actualité. Je pense que l'actualité est notre meilleur ami dans ce métier.

**Est-ce que tu as souvent des soucis face au fake news sur l'actualité ? Enfin... j' imagine que tu dois un peu aussi jongler entre qu'est-ce qui est vrai qu'est-ce qui est faux dans ta recherche aussi.**

Oui, ce n'est pas évident effectivement. Généralement j'essaie de voir s'il y a plusieurs articles qui relatent le même sujet. S'il y a plusieurs sources, j'estime qu'au bout d'un moment, il y a un journal qui a vérifié la source. Sinon, la meilleure arme c'est de demander au management directement et te répondront oui ou non.

**Concernant les rapports de durabilités que tu utilises pour aller trouver tes informations, est-ce que toutes ces informations non financières te suffisent pour analyser le risque des entreprises ?**

Globalement, je dirais que généralement les rapports de durabilité sont assez détaillés. Ils essaient vraiment d'expliquer un peu la vision et souvent c'est aussi dans leur stratégie. Ils font souvent des business plans sur 5 ans et ça apparaît souvent dans leur stratégie de faire des plans. Donc ils essaient de détailler pas mal et parfois ils donnent des chiffres donc c'est vraiment super. Donc globalement j'arrive à m'en sortir avec les rapports de soutenabilité. Mais moi vraiment je n'hésite pas à demander au management, on vraiment on se garde toujours pendant nos réunions un petit créneau on en rediscute et. Et là on peut demander plus de détails aussi parce que on a cette chance d'avoir accès à plus d'informations qu'un investisseur public bien que ça reste confidentiel mais ça nous aide surtout dans la compréhension et surtout s'il y a un point que je n'ai pas compris dans le rapport je peux demander à clarifier et du coup c'est vraiment une chance qu'on a dans ce métier quoi.

**Oui parce que j'imagine...comme vous cherchez à comprendre le risque global et que vous n'avez pas des mesures précises pour les facteurs ESG, que du coup le rapport de durabilité plus les discussions suffisent à comprendre les potentiels risques qui pourraient impacter l'entreprise.**

Oui, oui c'est ça. Et puis et puis de toute façon si on cherche à comprendre les tendances du secteur comme on couvre plusieurs acteurs d'un même secteur, bah on peut aussi cross checker entre les acteurs ce que nous disent et ce qu'eux font. Et ça nous permet aussi d'avoir une vision globale en règle générale.

**Tu comparais les entreprises entre les Etats-Unis et Europe, à quel point tu penses que tous ces différents standards de reporting impactent ton efficacité à évaluer les entreprises ?**

C'est une bonne question. Euh... je dirais que chez CRA.1, on a quand même une méthodologie qui est harmonisée dans le monde, donc on utilise tous la même méthodologie aux États-Unis et en Europe donc je dirais que l'analyse reste la même. On ne va pas à différencier comme ça. En revanche, je dirais que moi pour moi l'impact, il est plus sur la manière dont les entreprises agissent au quotidien parce que nous notre analyse a changé pas. Nous sommes toujours aussi impartiaux, même méthodologie, donc ça il n'y a pas de changement. Après chaque analyste à sa manière de penser et de et de reporter les choses, mais moi j'arrive à plus un impact sur les entreprises elles-mêmes puisque finalement en Europe puisqu'on met en place des réglementations puisqu'on pousse les entreprises à faire des choses on pousse les consommateurs à faire des choses.

Au final elles se retrouvent forcées dans le sens où c'est aussi une dynamique sectorielle, et c'est une dynamique réglementaire de faire les choses ce qui fait qu'à terme elles sont obligées de libérer du cash pour pouvoir faire ses investissements et donc du coup y a une partie des investissements qui est liée à ça et qui du coup ne va pas dans l'appareil productif ou je ne sais pas où dans le repaiement de la dette, ou dans des dividendes là où peut-être un pays... alors je ne sais pas tu reconfirmerais si t'arrives à joindre les collègues que je t'ai donnés mais peut-être qu'aux États-Unis s'il y a moins d'incitations, s'il y a moins de tout ça, de poids...de lobbying. Voilà je cherchais lobbying, s'il y a moins de lobbying pour ces entreprises-là, peut-être qu'elles ne se sentent pas obligées de le faire et du coup peut-être qu'à terme mais ce ne sont pas obligés d'investir non plus. Et du coup ça libère ça pour faire autre chose et ça peut aider au développement.

Donc ce n'est assez pas évident parce qu'en soit investir dans le ESG ce n'est pas quelque chose qui va te rapporter tout de suite dans le sens où faut construire les machines, faut les décarboner. Faut décarboner tous les sites de production donc ce n'est pas un truc qui va se faire du jour au lendemain. Du coup ça va plutôt se faire sur le long terme. Donc je pense le temps de construire une machine ou de décarboner un site, ça prend peut-être un ou deux ans je ne sais pas. Et du coup on voit les effets plus tard.

**Ok oui. Et l'ancienne directive, qui va petit à petit être remplacée par la nouvelle, elle n'oblige pas les entreprises à utiliser des types de standards particulières. Ma question est donc, quand tu lis ces différents rapports entre entreprises, dois-tu parfois t'habituer à un nouveau format ?**

Non mais globalement les entreprises. Enfin on voit toujours les reporting changer la manière dont s'est reporté change au fur et à mesure du temps. On voit ça dans les normes comptables, et on voit ça également dans les normes ESG et non en soit nous ce qu'on va essayer de faire c'est juste s'adapter. On va juste confirmer d'abord que le changement de reporting ne met pas de côté certaines choses parce qu'il ne faudrait pas qu'on passe à côté d'un élément important mais après globalement on s'adapte aussi. On parce que s'adapter aux reporting, c'est s'adapter aux changements et du coup à la granularité des informations.

**Est-ce que trouves parfois pour certains types d'entreprises, qu'il y a un gros souci de comparabilité et/ou de qualité de ces informations ?**

Mhmm, bonne question alors c'est moi réfléchir... Bah tu sais dans la santé il porte beaucoup sur l'ESG, parce qu'il y a un énorme risque réputation. Je t'ai dit dans les maisons de retraite, par exemple dans le dans la pharma c'est vraiment c'est important pour les producteurs de médicaments et qui font de la recherche pour tu sais sauver des vies des vaccins etc. C'est vraiment important de mettre en avant ces mesures-là dans l'agriculture. Aussi après il y a plus d'entreprises, enfin il y a certaines entreprises qui vont plus le mettre en avant que d'autres, via des press release, via des partenaires de manière régulière à faire plus de partenariats. Mais globalement je dirais que chaque entreprise disclose quand même certaines informations.

Après est-ce que c'est public ou privé, ça va dépendre de l'entreprise. Parce qu'il y a aussi des entreprises publiques et par exemple une entreprise cotée a un peu en devoir de transparence envers ses investisseurs donc elle va peut-être disclose beaucoup plus, et beaucoup plus

facilement qu'une entreprise qui est privée qui est plus petite aussi. Parce qu'il y a un devoir de transparence envers les investisseurs mais ce n'est pas pareil qu'une entreprise listée qui a un devoir de transparence envers tout le monde en fait.

**Exactement oui, ce sont ces entreprises listées, qui en autres m'intéressent plus particulièrement parce que ce sont elles qui sont prises en compte dans l'ancienne directives et qui sont les premières touchées par la nouvelle directive.**

Donc ben en fait une entreprise... les entreprises cotées n'ont pas le choix. En fait quand tu te côtes sur là... en plus en Europe il y a une manière... Donc moi j'ai fait mon mémoire sur les entreprises cotées versus les entreprises privées et les entreprises cotées n'ont pas le choix dans le sens où en fait il y a beaucoup de particuliers, enfin y a pas mal de particuliers qui investissent et qui ne comprennent pas pareil les marchés que les initiés. Et du coup y a un énorme devoir de transparence et surtout de la manière dont les choses sont reportées. Donc c'est pour ça que je pense que les entreprises cotées sont encore beaucoup plus précautionneuses à la granularité d'information disclosée. Déjà parce qu'il faut pouvoir contenter ces investisseurs-là, leur expliquer les choses et je pense qu'ils vont avoir tendance à vraiment sur-reporter limite pour s'assurer que les investisseurs comprennent et surtout ne prennent pas une décision, j'ai envie de dire impulsive de vendre le titre, parce que sinon ça tu sais comment ça se passe le roulement ? Si quelqu'un vend et qu'il y a une rumeur de marché, c'est terminé pour eux et l'action baisse quoi.

**Ok oui, on parlait de différentes normes de reporter. Est-ce que tu te souviens avoir vu une manière de reporter qui a été plus facile pour toi pour faire ton travail et trouver les informations que tu voulais ?**

Alors peut-être que ce qui peut être utile pour toi... alors moi ça fait 8 mois que je couvre les entreprises, donc en 8 mois je n'ai pas vu d'énorme changement de reporting. En revanche en bancaire, je sais qu'il y a énormément de tests qui sont réalisés pour les banques. En fait, c'est vachement intéressant parce que on dirait pas du tout, et moi je me suis toujours demandée comment une banque pouvait intégrer les facteurs ESG dans son business model, parce que finalement ce n'est que des ordinateurs, les employés d'une banque ce ne sont que des ordinateurs plus que des employés, il n'y a pas de consommation d'eau, il n'y a pas de... il y a un risque réputation. Enfin c'est différent une banque.

Et j'ai vu que même l'ABE, donc qui est une autorité bancaire, faisait des tests des climats stress tests. Aussi, il faisait beaucoup de tests sur l'ESG et ils sont vraiment très axés sur l'ESG et je pense que les normes ont évolué récemment pour ces entreprises-là. Et je trouve ça assez intéressant de voir dans la manière... Il y a eu beaucoup de, il y a eu beaucoup de, je crois qu'il y a eu de procès. Je sais plus je crois qu'il y a des risques. Il parlait de la BNP qui finançait majoritairement des entreprises du pétrole. Donc il y a beaucoup de discussions autour de ça et j'ai l'impression que c'est très avancé dans le secteur bancaire puisqu'au final c'est le secteur bancaire qui finance toute l'économie et je trouve ça assez intéressant de voir les évolutions de reporting en bancaire et parce que vraiment on dispose de plus en plus de métriques et c'est pas mal, je trouve ça intéressant.

**Oui en fait ce que j'ai vu... C'est que ce sont des entreprises qui sont habituées à reporter, parce qu'ils jouent avec les chiffres au quotidien, et donc reporter n'est pas quelque chose qui leur font spécialement peur, comparé à des grandes boîtes où ce sont beaucoup de choses à mettre en place d'abord.**

Oui non je suis d'accord parce que chaque mot écrit sur une page blanche peut avoir un impact. C'est sûr que c'est sujet à chaque interprétation. Et oui je sais qu'alors je sais plus où j'ai vu ça, mais je sais qu'il y a pas mal d'entreprises qui ont dû revoir leur structure organisationnelle pour s'assurer qu'ils mettent quelqu'un de qualité au poste pour reporter, enfin de quelqu'un de qualifié sur tout ce qui est ESG pour s'assurer que le reporting sera pas mal. Parce qu'une fois que le reporting est publié, si y a des erreurs on peut t'accuser aussi de faire des erreurs ou de mentir au marché et pareil. Et une fois qu'une rumeur de lancer marché c'est terminé pour toi...

**Oui... et d'ailleurs une des choses qui veulent mettre en place dans cette nouvelle directive dont je te parlais, c'est la vérification d'information par des auditeurs, des informations que les entreprises publient dans leur rapport.**

Oui ! Bah ça pourrait être intéressant, à voir...

**Ok, tout ça est très intéressant. Peut-être pour clôturer, avec tout ce que je t'ai expliqué sur cette nouvelle directive pour les rapports de durabilité des entreprises, penses-tu qu'elle pourra faciliter ton travail au quotidien ? Lorsque tu dois intégrer toutes ces informations non-financières dans ton évaluation ?**

Oui je pense que ça peut aider, ça peut toujours aider. Je pense que cela va vraiment aider au niveau de la comparabilité et au niveau de la profondeur de l'analyse qu'on pourra apporter. Parce que finalement, les analyses, bon on a des tendances sectorielles mais ça reste quand même difficile de mettre tout le monde en relief. Et je pense que ça va vraiment aider au niveau de la comparaison au niveau des pairs... et pouvoir avoir une compréhension globale de ce qui se passe. Donc oui je pense que ça peut vraiment aider. Et puis vraiment la comparabilité vraiment importante dans notre métier. Les ratings sont toujours relatifs et homogènes donc je pense que non ça pourrait aider oui.

**Ok... ben écoute c'est un peu toutes les questions que j'avais. Je ne sais pas si tu as quelque chose à rajouter ?**

Top ! écoute je pense que j'ai tout dit.

[Closing discussion]

### 3.2 Reda Mouaacha (EN):

[Introductory discussion]

**Can you also maybe present yourself a bit, your work and the company you work for?**

Oh, okay. Just as a starter, I think you're in the right place to ask about these. The merge between the waiting corporate credit rating and ESG integration. I'm a credit analyst based out of Lyon, France. Basically, we are a company that is specialized in double materiality, which means the impact of ESG on financial performance and vice versa. Basically, we have different business lines including research, credit, and ESG research. Also, what is related to the second party opinions for green bonds and sustainable debt. The credit rating team is based out of France. There's a French team and a Spanish team in Madrid, Granada, and Lyon and the ESG is basically in Paris and Germany. So, I don't know if you have had time to read the methodology of our corporate.

**Yeah, a bit. Not everything, but I had time to discover a bit, yeah.**

Okay, so what do you have like read? And what do you have just in terms of ideas you have degradation, what do you have in mind? And if maybe if you have some questions about...

**Yeah, I had a question because from what I've seen... so first you gather data from, I mean from different sources, I guess from non-financial information, and then you dispatch them into different indicators. If I'm right, and then all together you weigh them to have an overall score. What I wanted to ask is, what are your primary sources to gather these non-financial information?**

It's from within our company. Basically, there is a team which is specialized in gathering all the information. Uh let's say a questionnaire of around 250 to 300 questions. That's the team, or our ESG teams, who will gather all this information and also this information is already included in the annual report and the sustainability report from big companies, from public companies which are listed. And also, not only that but our teams also specialize in the smaller, in the private equity firms from whom they do the assessments of different metrics and KPI, with that being E, S or G. And basically, what we use as for our credit rating team is that we have our own questionnaire which is simplified let's say around 33 questions.

Thirty-three questions in total that we deem important and essential for our score and in which at the end of the day will play a crucial part in the credit worthiness of the company because that's what we're looking for. We're analyzing the worthiness and we're given the rating. So, with that being said, each company or each rating agency has its own ESG integration purpose and how they do things. And basically, we have this competitive advantage within our company is that we already have some ESG teams in place and also we have the company come in, having access to these questionnaires that these answers if there is something for example a data or KPI which is wrong they can correct it they can correct it right away from in the assessment they have access. So, we have really a good sourcing of information on that matter.

**Regarding the questionnaire, are you looking for quantitative or qualitative answers?**

Both, there is qualitative and quantitative. For example, the governance or the social is gonna be a mix of both quantitative and qualitative. And there's also the environment which is predominantly quantitative.

**OK, so you're not basing directly from sustainability reports disclosed by the companies, it is mainly just from the questionnaires.**

Not really... but the data it will be... if it's public, it will be sourced from the sustainability report because that's the main source of data for all investors for all stakeholders and all market players. But just for, I'm talking for example for private equity firms which are not listed that's the main differentiator between us and the other companies is that we gather this information and we have discussions with the management.

**Okay, thank you. Okay so it depends on the size of the company and whether it's listed or not in Europe.**

Yes, yes.

**Okay. Also, from what I've seen, you have different indicators and for each indicator, is it like a very specific measure or is it just like overall evaluation, before adding everything together?**

Yeah, it depends on the weighting of each KPI. For example, that actually happens behind the scenes that we don't see because I have the questionnaire, I fill it with information each year there is a column for 2021 to 2022 and so on so forth. I specified the source and when I click on a simple button, it gives me the score for each pillar E,S and G and that actually have calculated the weightings the KPIs according to a specific weighting that we have. So, the governance has its own weighting, and the social, and at the end of the day we have the scoring, depending on each weight.

**And do you know if the weight differs from sectors or industries?**

The main differentiator between each, at least for us, is that we have sometimes some questions which are included in some sectors more than others. For example, on the environmental pillar we have for service sectors, for example, we don't have the water consumption, the volume of non-hazardous waste, the waste rate because it's maybe a service company and it doesn't have that much of operating processes and this tree and manufacturing processes. So, this is the main differentiator and depending on the sector I think maybe there could be some differences in these questions in whether or not we're going to include these questions.

**Okay, and what about the weight of each question, or each measure?**

Maybe on the ESG side it is gonna be like, more differentiations independent of the weighting. But for us, no.

**Do you often review the questionnaire, and the ESG indicators, to make sure it reflects the evolving reality?**

It's, there is a campaign every year, yeah.

**I guess it is also the ESG inside team of your company that regularly assesses maturity of each factor, or each indicator?**

Yes, that's actually... we don't, I don't have really access to that detailed information about how they do how they calculate the scores. They will know better than me actually about that.

**And for you, what are the main challenges when they are integrating all these issues into the evaluations?**

Issue? What do you mean by issues?

**I meant, not issues like problems, but all the ESG information that is integrated in the evaluations, and whether this integration is difficult or no ?**

The main challenge is that ESG scores can vary significantly because different companies use different scoring systems. For example, MSCI, Analytics, and Morningstar all have their own methodologies. Currently, there's no standardization, which makes it difficult to compare these scores directly. Regulators are working on creating standardized criteria to address this issue.

In our evaluations, we consider both quantitative and qualitative information. This includes specific certifications like ISO 9001, 14001, and 30001. These certifications might change based on factors like the number of sites covered, causing the ESG score to fluctuate annually. Such fluctuations can significantly impact the overall rating.

For instance, if a company enhances its ESG reporting by including more metrics than the previous year, its ESG score improves. This could result in a higher rating for that year. However, if the following year the company's ESG performance declines, such as by increasing emissions, the ESG score would drop, potentially lowering the rating again. This variability makes the ratings somewhat unstable. One year the rating might go up due to positive changes, but it could drop the next year if the company's ESG performance deteriorates. It's a continuous cycle, almost like a zigzag, reflecting the company's ongoing performance in various ESG aspects.

**Okay, yeah. My own literature review highlighted that the main issue when trying to integrate this non-financial information was mainly that it was difficult to compare this information company to another company, and that because information isn't verified, quality was put into question as well. So how do you make sure that the non-financial information is true, and not made up.**

Mhm, not with big companies I would say... The main concern will be with smaller companies. Most of our work is with investment-grade companies, which are usually public companies. These companies have obligations to report various metrics because there is a lot at stake, so they tend to report accurately. Even though there are differences in how these companies report, they generally provide the same metrics if available.

However, the situation is different and more complex for smaller companies. They often do not report all the necessary metrics. Our team focuses on this issue and works with around 1,000 companies in Europe, including private equity firms and small, non-listed companies, you know. These smaller companies typically do not have the same reporting obligations,

which means we often do not receive ESG reports from them. To be honest, I've never encountered a small company that provided comprehensive ESG reporting, simply because they are not required to do so. This lack of obligation and standardization makes it challenging to integrate their data into our evaluations.

**Okay, yeah.**

So, for the for a company reporting obligation I think it's above a certain a certain trigger. Just let me just check. Yeah. So, this needs to be above the NFRD thresholds. The turnover needs to be more than 500 employees or more than €40 million of turnover and more than €20 million in total assets.

**It is because NFRD doesn't oblige a company to use a specific standard. So it is interesting to hear you because your opinion differs from my literature, which suggested that yes companies are for sure reporting something because they have to, but there is no control over this information, and they do it in different ways, in their measures, framework and even the way of putting information..**

Yeah, because... there are costs involved, and the company's management might be like.. think that: "I will report this, but what will I gain at the end of the day?". And here we can switch to the question that... of whether a company needs financing through green bonds or sustainable commercial paper. If a company is seeking such financing, they will be more inclined to report their ESG metrics because investors will look for this information before deciding to invest... you see. For these companies, accurate ESG reporting can lead to better financing options and advantages. So yeah, it ultimately depends at the end of the day, on what the company wants to achieve with their reporting. I am talking again for small companies, not the big companies.

**Umm, yeah ok. I think you have answered all of my questions, and I will also look more deeply into the document. But a final question would be: do you think the CSRD will help somehow to integrate more easily all this sustainable information into your evaluations? or is it not going to impact your work?**

It would... it would be good if I had an ESG analysis with me to answer this question. Because we... I'm really focused on the credit matters. But from what I hear internally, and from what it is like... written in articles and so on, so forth, yeah. For companies it will be for sure a basis for comparison between these different scores. Because at the end of the day, investors get lost between all these issues and it's very complicated, like ESG integration is very complicated. And also, we have noticed that in terms of AI...we are working. For instance, we're working with a German company that specializes in ESG questionnaires. There are standards like CSRD, which have well-defined questionnaires set by the European Union. You can just download that and integrate it and apply it for different companies to save time, and to have accurate responses. So, there's currently a solid foundation for applying these standards. We just need to wait and see how companies will adopt and implement them.

**Yeah. OK. Umm yeah, I think you answered all of my questions. Um just maybe the last one. You were talking about these two kinds of companies, the big and listed who must disclose reports, and the others as private equities that don't. Do you feel that it is a**

**difference in difficulty in trying to find this non-financial information between the two kinds of companies?**

It would depend upon the guys who are assessing, who are having discussion with the management about the data. I'm really not involved in that process and the...

**You mean that if the company is willing to be transparent?**

Yes, actually yeah.

**Okay thank you. I don't know if you want to add something?**

Just, feel free to ask anything about the methodology.

**Okay.**

[Closing discussion]

### 3.3 Daniel Felipe Gomez (EN):

[Introductory discussion]

#### **Can you maybe present yourself, your job and the company you work for?**

My name is Daniel Gomez. I am from Colombia but I didn't. I live in France since 2015 and I am financial analyst on already working in the financial sector for over 9 years already. Currently I am corporate rating senior analyst in scope rating. I'm converting a portfolio of around 15 corporations in Europe from diverse sectors, but I am mainly covering consumer goods and retailers. This is the industry exposure that I have. But I, in my company, I have the opportunity to also cover different industries such as chemicals, healthcare and some utilities. Basically in this cover ratings you know, we are building the European Rating Agency that provides create opinions, from difference perspective I would say compared to the United States is CRAs, Moody's, S&P and Fitch. Obviously these three agencies are the market leaders mainly S&P and Moodys, they have a large part of market share because obviously it's historically they have been in the market since already, I would say 100 or 115 years.

So now in Scope Ratings, we have diverse franchises also in the corporate side. We are exposed as well to print finance, digital finance, corporate bonds. And also some other, like, public sovereign ratings. So, the idea is that we provide some great opinions about the diverse classes of assets and give investors some color of credit risk. Obviously, speaking in the quantitative and qualitative aspect. We apply, basically, fundamental financial analysis. It means that we go in the bottom-up approach. It can be also top-down. I mean, we can go from industry to the company or to the company to the industry, depending on the procedure we might have.

So, I will give you some overview in the process and how the regulation implies in the credit assessment of all the materialization of the rating itself. In Europe, we have the ESMA entity, which is the total name of this authority company. But it's like the regulator in Europe. And we are, you know, rating agencies are very, very strongly regulated, either in Europe, in the United States, or wherever. I will say that. So, we have a very strong compliance team, and every aspect of the rating is regulated. Having said that, I would say that the process itself is totally, you know, covered by methodologies. This also applies for S&P, Moody's, and Fitch, and Morningstar. They have also similar approach to that because the regulator requested. So, we have methodologies that we apply in the rating process, internally, and for the investors' knowledge. Somehow, every time that we do a new methodology, or we update a methodology, there is something that we call, we publish in our sites, websites, and then we say, "call for comments". It means that the investors, every time, have the opportunity to see the methodology updates or the new methodologies, and ask their questions where something is not clear or, you know, there's, you know, bullet points on aspects on the methodology itself that we apply in the rating process. So that's the full image. I guess that in the methodologies, we have a general corporate methodology that is in our website, and we have specific rating methodologies that apply for each sector because not sectors have the same exposure or same metrics.

So, we try to identify that either in the business profile or financial profile. So, as I mentioned before, the fundamental financial analysis we apply is divided in two. So, we start by the business risk profile where we look at issuers' position, market share, diversification, profitability against peers, the industry approach, and then we apply the FRP or financial risk profile, which is all the assessment of credit metrics and liquidity, you know, all that in the standalone process.

And then we have the supplementary rating drivers where we include the ESG approach, starting with governance and transparency. Then we apply the environmental and social aspects, and then we finalize with financial policy. So those are the supplementary rating drivers. So, these three blocks complement the rating process for corporations, okay? I know that other franchises can have a different approach in the ESG. For example, the Infrastructure Project Finance, they are more focused on projects, so it's more in the niche aspect. Otherwise, in corporates, we see all the universe where the companies interact in all the, you know, manufacturing, all the activity that they might have in this journey, I would say.

So, in these supplementary rating drivers, we try to assess short-term or medium-term, create positive or create negative aspects that might impact the rating itself. I will develop that a little bit. And this is really depending on the industry. For example, all the companies or corporations that are exposed to natural resources, for example, oil and gas, chemicals, I don't know, some commodities corporations that have direct access to the commodity. Those corporations might have some negative or great negative aspects because they have, by the nature of their activity, they have an important carbon footprint in the corporation. I mean, in its activity worldwide, you know. So we might see quantitative aspects like the scope one, scope two, scope three emissions. And that can be somehow compared with peers because that's quantitative. It can be possible that we can compare how a company is avoiding or reducing its carbon footprint against another corporation in the same industry.

For example, Louis Vuitton against Gucci or, you know, those kinds of comparison in the scope one, scope two, scope three. We also kind of include the social aspects in terms of quality of work. Well, all that, for example, for industrials, the accidents that the workforce might have during the job or something like that, this can be also quantitative assessment. So, obviously, one thing that can somehow put pressure in the rating is that we might assess that in the ESG aspect, there is something that can affect or impact the rating in the 12 or 18 months, in the next 12 or 18 months. Because a rating is issued normally with a qualification. It means that comes from triple A to triple C, triple A being the best, triple C the worst or default. You know that. And it comes with an outlook. Stable, negative, positive or under review. Those kinds of outlooks give the direction of the rating. So that's why we build, we construct or create opinion in a forward-looking manner. Because we try to assess how the business is going to interact in the next 12 or 18 months because the rating is going to be active that period. And as well in the supplementary rating drivers, how the governance, transparency, ESG and financial policy might develop in the next 12 or 18 months.

So, one thing that is important in the ESG is that some aspects we might find great negative doesn't directly impact on the rating. Because it's very complicated to assess how, for example, a natural disaster might come and will impact the activity of the issue that intrinsically with

downgrade is rating. However, in order to avoid those aspects, we might apply some red flags or green flags. These red flags relate to the company exposure to water consumption or recycling or company willingness to reduce or to improve its activity operating process to improve its carbon footprint. In that aspect, I can give you an example. One issue I have in the brewery sector is Carlsberg. Those corporations, we have also Heineken, for example. Those corporations that have an important waste of water because for the beer production, they use a lot of water. So, intrinsically, that's a very, we'll say, red flag in the rating process because where the consumption is extremely high. On the other hand, they have developed, for example, soft drinks or drinks without alcohol to reduce the exposure to alcoholism and all that in the social aspect. So, I will not qualify that the consumption of water is the same as the producing of soft drinks to reduce the alcoholism in people. But somehow, they are doing two things. One is the negative side, which is related to the operating process, and the other one to improve the quality of people outside. But still, it's an activity that consumes a lot of water.

So, with the new process, with the CSRD, I will say that this comes from a different team. We have a dedicated team in ESG that publishes different aspects in the industry insights. Okay, and obviously, this team is totally related to the franchises, either corporates, distributor finance, product finance, and the other ones. Because they give the duration and the downside trend of the CSRD that might be applied in methodologies and also in the rating process itself. Now, as part of the rating, we need to have a clear view of the ESG aspect. And we publish that in our rating action release, which is the legal format requested by ESMA. The rating action release is the rationale of the rating, where we explain the creative opinion of the diverse aspects, BRP, risk profile, FRP, and also the supplementary rating drivers.

And we give the outlook. In the outlook, you will find either a positive view in the next 12 months. It's going to be a stable negative or positive. And you will find as well the triggers of the rating. What are the triggers? If it's positive, what is going to be the trigger to be a positive outlook or an upgrade? And also, in the other way around. What is the trigger in the negative downside? So, for example, normally we include the credit metrics of leverage going up above 3.5. For example, it's a BBB. If leverage is going to be above 3.5 times, this is going to trigger a negative rating action. Because we might believe that the company has increased its risk in terms of credit aspect. However, depending on the industry, again, in the corporation, we might include some supplementary rating drivers. For example, financial policy or distribution or ESG aspect in the sense of, I don't know, intrinsic risk and environmental disasters. Something like that. Okay? Do you have any questions so far? Yeah.

**Yeah I have, thank you! So, the CSRD will target next year really big companies listed in Europe. Do you evaluate also these kind of companies?**

Yeah. Yeah, totally. We are obviously exposed to large cap, very, very large cap. I am not kind of worried in this implementation for those corporations because we have seen, I will say that two years ago already, they are very advanced in that aspect. I speak in the French aspect like LVMH or L'Oreal, or I will say even in the chemicals like Early Kit or Sanofi, for example. They are very, they have a very good exposure in the good trend direction with the new CSRD. So, they have already a very, you know, in their reporting, they have a very strong reporting. The RSE, you know, Responsabilité Sociale d'Entreprise, all that. They have a very good, I

would say, very solid process already. So, I will suggest that they will have a very soft landing in the application of the new methodologies. At the end, what is important is that once we have more clear, because the CSRD is clear for them. I mean, I think that the new directive is clear for corporations. They have a strong, I mean, they can somehow adapt the CSRD according to their activity. So, now for rating agencies is to see, obviously, the materiality, obviously, in the rating itself, which is the most important part. I will say that all the rating agencies have similar issues as to how to assess the environmental risk in the very short term. And how this risk might impact the rating. For example, new regulation that can intrinsically come with, I don't know, put some money in or, you know, that have a cash impact. That's the way to assess in the rating assessment. Because if there is a cash impact, we might see that the company will be impacted in this cash position, liquidity. And, obviously, impacting the credit metrics like leverage or interest cover or FOCF, you know, the free operating cash flow. So, that's where, if new regulation might come with restricted position in the cash reserve, for example, I don't know, a utility or chemical corporation that have, you know, industrial sites close to a city.

They need to have some reserves because somehow there might be a natural disaster or an explosion that might impact this community. There, the company is used to have some reserves in cash that are not material, for instance, because it's only a reserve. But once, if a sinister, you know, it happened, it might result in a cash or out cash. So, there we can easily assess the rating impact because the company was exposed to a risk, it materialized, and then it paid, you know.

But, you know, to sum up, once it comes to a regulation process in the rating itself, if it's not material, it's difficult to assess. We might only highlight a red flag or green flag, but it doesn't mean that the rating will be impacted. We cannot downgrade it. We cannot downgrade a corporation that has a difficult aspect. We might have some restricted aspects in the BRP, for example. Imagine a shell corporation with rich petroleum. They have a very strong exposure to, you know, offshore exploration of oil. So, they have a very strong exposure to environmental disasters.

So, we might be conservative in the BRP assessment of its market position or diversification and also explain something in the ESG aspect. On the other hand, we'll have some utilities in the Nordics, for example, Hydraulic. They have very, you know, the production of electricity with water, you know. Those corporations have a very low corporate footprint against other utilities. So, we might have a green flag in the carbon footprint because the emissions are very low compared to other peers. So, there we may have a green flag saying that the company is very well placed in the ESG aspect.

**So, are you saying that the ESG information will be more included in those red-green flags that you add next to the ratings?**

Yes. Okay, yeah. I am saying that because that's the rating process in our scope. So, the rating agencies have different perspectives. I know that S&P, they have a score. Not rating but score in the ESG. Yeah. And I think there is another company which is not a rating agency but they give like some scoring in the ESG aspect. But we are giving more like a flavor in the investor saying that we detect that the company is exposed to this or to that in the ESG. For now, we think that is not an imminent risk in the next 12 or 18 months. However, we highlight that it

can come with some cash impacts and therefore, we highlight that the rating might be jeopardized if it happens. We might highlight that in the rating reports or rating action release. Investors will be aware of their ESG aspect. And then, yeah, it really depends on case-by-case basis.

**And does your company provide like kind of like a list of non-financial information to look for every kind of sector or industry? Or is it something that you build up when you figure out the company you are studying for?**

No, no, no. We have obviously guidelines. Okay. Normally, every industry, every year we build ESG report for every industry. We have like some characteristics that might impact one industry or two over there. So, I will say that, yeah, we have guidelines. And then, we try to obviously assess the standalone company and see the ESG aspect of that. And we classify the company depending on what the company does and what the company doesn't. So, we assign those red or green flags. Usually, we stay also in grey. It means that it's not as natural. Normally, most of the cases are natural. For example, for consumer and retail. The other red flags I might ask are, you know, these brewery companies or alcoholics, you know, like soft drinks or spirit corporations like Pernod Ricard, for example. Because those activities are totally directed or addressed to leisure. And we have a lot of rates of alcoholism and all that which, you know, can impact the social aspect. Tobacco companies, for example, are really strong in the red flag because it proves a social health problem.

But otherwise, for other consumer corporations, we might be in the neutral side. Like, I will suggest like, for example, Danone is neutral. Those are the really large corporations, you know. Perhaps some textile companies like H&M or Inditex, that they are more in the fast fashion production. So, we are now introducing some assessments in scope 3. Because those corporations, the consumption is really fast. The economic cycle, you know, like we say in French, *économie circulaire*, is not as accurate as in other industries. And we are a lot of waste, textile waste, you know, like in Bangladesh or in Asia. So, those corporations are more or less impacted for that activity. Because they need to provide some support in the totality cycle of the production. Because if there is some recycling part, there is still a lot of waste because of the business model itself, which is fast fashion. But, for example, other corporations that are more exposed to food or soft drinks, normally is neutral. And also, retailers. In the retailers, we might see that there is an important footprint in scope 3, but more for the full value chain. Distribution channels and all that, because a lot of the distribution process is by truck. But it's not at the same time like airlines or transportation in Ireland, which is really the most, you know, the companies or the industry that are exposed more in terms of emissions.

**Yeah. Thank you. Umm you were talking about challenges when trying to integrate this kind of ESG factors into your evaluation. You talked about how difficult it is to assess directly the impact and its materiality as well. Do you have other challenges? Or are those the main ones?**

For large corporations the information is there because they are more or less mandatory obliged to publish it, you know. However,, for the meat in the small market is not the same because they are more focused in the production. I would say this small cap and mid cap companies

between, for example for the markup is companies from 500 million to 5 billion euros. I would say that it's small cap and mid cap from 5 to 20 billion in valuation. So those corporation I would say that the meat cap are already big. Those corporations are exposed to international markets so they already have some guidelines, and some very strong process in in the years evaluation the report inside. But this small car up not that much. And they are more private corporations. They are not public. So usually these corporations are family owned, you know? So very, very low shareholder decision. So is really focusing on the governance side. And I would say it's complicated to have that kind of information because they cannot disclose all. If they can disclose information, they will give only what they consider you know important. So those are the challenges, but this is the part of the job is to find a way it.

This is why we have an industry side assessment, because we can complement the industry and at the same time we can classify the company, usually with the interviews we might have with exchange with management. I will suggest that what we need to do now is more regulation pressure because if comes from the top companies have the opportunity to do it and in a really strong manner. I am not saying that the government is the only one who needs to provide this but I think that corporations are the ones who have I will say umm the power or the ability to do it faster because they are the ones supposed to activities to economic activities you know . And also, in the on the general value chain, because what I've seen in in France is for example LVMH or L'Oreal, they have requested to providers to follow their guidelines in the ESG aspect. So, if you need to work with them, you need to have a very strong framework in the ESG aspect. So that intrinsically that kind of size of corporations can put forward the process and all I will say improve the general value chain. I will not say oblige because people need to do it naturally because otherwise it is not going to be uh. But yeah, I think that sends corporations have these pushing willingness to change in a very strong manner that rather than government because we would say government in always stay in politics and all that is not material.

**You were talking about the large corporation you're evaluating and mandatory sustainability reports. How do you feel about the information provided in these reports, in terms of quality? Are they also easy to compare between companies?**

I mean, sustainability reports that I use, they are very marketing. You know I will say that the companies normally gave a lot of information that did not do you know give a lot of flavor or color in the rating aspect. We need to search. We need to read a lot of documents, and you know like greenwashing aspects sometimes because they are kind of selling. Some companies really have but very stronger reporting aspects where we can find, for example in the carbon footprint emission and scope 1, scope 2 and scope 3, number of employees, accidents in the workforce. All those ratios that we can calculate and compare easily to other peers. But more or less, the sustainable report is very marketing because companies sells that they are good in the ESG and all that. But at the end you only need like 5 to 10 pages more no bigger.

**So, you some do you need sometimes to like verify information with other kind of sources, other documents or discussions with the management for example to make sure that...?**

Yes. Normally the rating process starts with a kickoff call with the management. We present the process and once we obtain all the documentation if it's a public traded company, we obtain all the foreign investor relations side. And for the information that is not disclosed because corporations cannot disclose everything we exchange with management directly and we obtain what we might need in the rating process. If there are financial reports also that can bring sustainability information as well. Once we obtain that we go through the documents and obviously one part of the rating, is this management meeting that comes once we have like a 50 or 70% of the rating already. And this management meeting help us to understand the strategy and help us to answer some questions we might have in terms of financials you know so all related to the supplementary rating drivers so financial policy, ESG, governance, and that's it yeah..

**Reporting under CSRD will only start in 2025, and right now the actual directive does oblige companies to report but not under a specific standard. Have you noticed differences in the reports you are looking? Or is it something you are not affected by?**

Yeah yeah. I mean no that's there are now some directives, some corporations only check what they might find important for them in the ESG. Some corporations are very well involved on that aspect. I will again put in this in in the example LVMH because they're very good at it, L'Oreal as well. In the Nordics..., I think it also depending the country where they come from, the corporation. For example, the German corporation are really straightforward in the in the ESG, they are not such like... they are not telling everything, but only what is important. And also, the Nordics, I will say that the Spanish and French and Italian ones are more like: we're selling this, we are doing that, we are... you know, a lot of information that you don't need. And I think that's part of the job because we need to be like a table of peers with a monitoring aspects of the quantitative especially in ESG. Usually, we have this really little what I'm going to say. We have an Excel file where we put all the corporations, year by year and we have a matrix side with that, that can upload all that information and make a comparison.

You know we that's the way we do. So, every time we go through a monitoring process we try to fill up all these important aspects in the ESG, that usually once the company publish one time it's going to be publish every year. So, we try to use similar KPI and then we try to summarize that and put it in our great memory internally, that will help us to find our way and see how the company compares to other in terms of ease. But everyone has the possibility to access that because those corporations publish their sustainable reports every year.

**So maybe as a final question, do you think that the CSRD will help you integrate more easily this non-financial information into your ratings? and that it will change some of your internal methodologies?**

I would say yes. Because if the company have already an important way, stronger guidelines from the from the regulator, obviously the sustainability reports might be changed, and therefore the evaluation as well. I will suggest that we need to see the impact first and... or I would say that we should anticipate which industries the CSRD will affect more strongly compared to others, and then update our methodologies and approach accordingly. Then, if corporate update their reporting standards, we might find a solution to... you know, integrate

that in the rating process. If the CSRD brings about significant changes, obviously we need to move in that direction.

And I think somehow now investors are you know, more interested in the ESG aspect. For example, some we have a third party they have changed or their funds indexes in the ESG aspect and so they have somehow requested an important overview in the ESG. Because all the process are more or less really focusing on that. So, they are decarbonizing their investments. So, I think that when pressure comes from very large investors, and somehow the ratings itself needs clarify that aspect to take the decisions they need, in the fixed income strategy.

I think that is. I hope so. Actually I hope so. That's going to be at that day at that way. Because so far so from now, it is really general. As I mentioned we only have these things on red flags, or neutral flags and we try to say that for the next 12 or 18 months we have highlighted this risk but for now are not materials. So therefore, there is no impact in the rating. Umm yeah. And also, there are third parties... I don't remember the name of that corporation in France that provide some scoring in the ESG. But I'm afraid that can be somehow greenwashing in some sense, because one corporation can have a very good quality of ESG but their activity is still very strongly exposed to you know, to natural resources, or exploration. Like Total for example. For example, you can say ok, this company has a very good rating in ESG. And still have this process, or you know exploring, oil and gas... you something that does not make any sense.

[Closing discussion]

### **3.4 Ylva Forsberg (EN):**

[Introductory discussion]

#### **Can you maybe present yourself as well a bit and the company you work for?**

Sure, I can do that. So, I'm Ilva and I'm a credit rating analyst at Nordic Credit Rating. I've been with our agency for about three years. And I was briefly in the research field for a little while after my master before I joined here. So, it's my first rating agency, the first and only rating agency I've worked for. So, I think it's going to be noticed in the answers as well. I think, as I mentioned in the email, I do work a lot with financial institutions. But I have worked with and since we're a small company, I am involved still in the corporate ratings as well to some extent.

And I'm also specializing in, you know, sort of, yeah, the ESG integration into the credit rating processes, deep diving into more nuanced areas. Obviously, with more difficult areas and, you know, working on internal processes for how we as analysts work with this integration. And Nordic Credit Rating is a, well, it's a Nordic credit rating agency. And we were established in 2016 after shadow ratings that were used quite a lot in the Nordics by the banks were banned by ESMA. And we've been operating with ratings since 2018 and we have about 50 ratings today in the Nordics, primarily in Sweden and Norway. And, yeah, I think that's the brief review.

#### **Okay, perfect. Thank you. And maybe to get right to the point, what is your process to integrate and take into consideration these ESG factors that might affect a company's credit risk?**

We have slightly different processes for corporates and financial institutions with different methodologies, but I'm going to focus on the corporate end here because it's relevant for you. So as of today, we don't have a formalized process. We work with, I mean, in theory, what we're aiming for is that ESG factors should be viewed as any other kind of non-financial factor. I think relevant for this is that all or most of our analysts have undergone an ESG analysis training to ensure that, you know, every analyst is able to sort of make this assessment of what are material ESG factors for the credit worthiness because that's, I think, is the main guideline that we're working for to say, okay, is this material for the credit worthiness? When we look through the different subsectors of our methodology that broadly classified into business risk and financial risk, but with different subcategories, to be able to say, okay, you know, what are the factors that are impacting our assessment of this subcategory of the methodology of the rating? And, you know, for quite a lot of companies, I think for any company, you can find ESG factors that technically fit in.

The discussion then sort of becomes to say, okay, are we including this just because it feels like we should include an ESG factor or is it equally material as all of the other things that we mentioned, whether it's in the external communication or in the internal material that we have for the rating committee? So, the goal is always to include all material ESG factors and avoid including non-material ESG factors. Because a lot of these geographic companies do, you know, it can be beneficial for the company over the long term, but it's vaguely connected to the things that we're looking at now to be included. And yeah, so I think that's the general guideline.

It should be mentioned that we have a set of adjustment factors to the final credit rating and ESG is one of these. That's a potential negative factor. We have used it so far at one point. It's a company that, among other things, produces weapons system. So, we do have that option as well for a negative adjustment notch there. And those would be cases where we say, okay, this isn't covered elsewhere.

So say, for example, you're operating in oil and gas. We don't have any companies there now, but it's a good example. We have a section called operating environment. So, sort of both the fiscal and more importantly, the transition risks should already be included in the operating environment assessment there. Whereas the fact that we estimate that it is hard to find funding for a weapons manufacturer, we don't really cover anywhere else. So that's included in this special notch.

**So, you have kind of, like..., additional factors that you consider after the main evaluation?**

Yes

**So, the assessment of the impact of these ESG factors is up to the analyst who is going to evaluate the company, I mean to assess the quantified risk and the impact?**

I think part of the beauty of credit ratings is that we're not strictly limited to what can be quantified or not. You have quite a lot of qualitative parameters in the analysis, whether it's ESG or any other factor as well. So, I mean, for example, operating environment, as I mentioned, we're, of course, looking at what we can see in terms of quantitative and trends, but a lot of it is a qualitative analysis. So, and I think that that also means that you're able to take a broader view of ESG factors in the creditworthiness as well, because we don't have to translate it directly to say, OK, this means this has this kind of impact on revenue or on costs. We can say that, OK, everything else is equal. We expect that this has a positive or a negative impact on the company.

**And do you think within your work, if you've noticed that for some kind of companies or some kind of sectors, it's more difficult to find information of these ESG factors to take into account in your evaluation?**

I think that, I mean, for sure. And I think so far, it's difficult to say for sectors. And I think also because we have where we have a lot of real estate and property management companies and then we have a very diverse portfolio of corporate. So, we don't have a lot of corporate ratings that are in the same field. So it's harder to compare. I think within Nordic property managers that the sector to compare quite good at their ESG reporting because there's been a fairly high level of expectation. There's been, I mean, of course, you've had for some time now regulation that mandates an ESG report in your periodical reporting, but the minimum requirements are not very high. Up until now for the smaller companies that is. So, but I think that, you know, the expectations have been fairly high and we noticed that with that said, I do think that it's gotten, these expectations have risen more and more by pretty much each year that I've been doing this. Then again, we look at sustainability reports, but it's not necessary that they will give us very much in terms of, you know, these, what's actually material for this company. For,

you know, emissions reporting is, it's not really not going to have a direct impact. We know that a lot of, you know, the broad universe of stakeholders.

We know that there is, you know, sort of benefit to have a clear track of your ESG reporting and, you know, being on track, have your targets. And in that sense, for example, emissions become important to show that, okay, do we have a target? Are we, you know, meeting our sub goals on the path to that target? But it's not, it's not necessarily one of the more material areas. We also look at things that, I mean, for example, physical climate risk to properties, depending on type of property, are you preparing for, for example, we have community service purposes or housing that needs to be able to handle both warmer, more extreme temperatures. So more of a transition risk perspective. We also know that quite a lot of especially governmental tenants, want the properties that they're renting to be certified. And we know that at least larger companies want that as well for their offices.

We also know that speaking with these property management companies, that a lot of their tenants really don't care whether the property is certified or not, but they're still working on doing it because they expect that it would, you know, it will become necessary, at least heavily expected in the future as well. So, I'm sorry, I think I got away a little bit from your question there, but I think that we definitely look at sustainability reports. What we get from talking to the companies is in most cases more important than what we get from the sustainability reports themselves.

**Okay. Is it because it's easier to talk to the management of the company or is it because you feel that sustainability reports are not that material or don't provide sufficient information?**

I think that sustainability reports are, they tend to not be a clear enough link between the financial impact and what you're reporting on, which is, you know, is that how it should be? That's very difficult for me to say, but looking from our perspective, we, if you just, most sustainability reports, if you just read that, it's..., if I read that and I don't know the sector and I don't know the specifics of this company and its market, it's very difficult for me to take a sustainability report and say, okay, so these are the areas that are going to be most material and most impactful for how we assess the market position or, you know, a bit of growth or these things that we need to talk to the company to, and possibly, you know, read external market reports and things like that to understand what's, you know, what's actually going to be impactful in terms of our analysis.

**Okay. Yeah, I understand. So is it more like..., when you're trying to understand the sector and the environment of the company, that's when you will make a link, I would say, to what kind of ESG factors can actually impact the company. Si it is more like... a broad ESG factor analysis than something like very specific?**

Yeah, I think that, you know, to the extent that we have, you know... I have some examples for property managers and I'm not super involved in the salmon companies that we have, but we have a few, so I know that we have some colleagues that are good with that. Of course, you have specific areas that you know are important for a sector that you're well aware of. But I think, you know, you can't, of course, we can't always, you know, just go exactly with what the

company or management is telling us, but in the end of the day, they also know their markets and their stakeholders very well. And we are able to get quite a lot of insight into, you know, what's actually important, what is making a difference. And it also helps us to say, to understand that, you know, okay, so when we are starting to ask questions around these areas, they really don't have an answer. Okay, then maybe you don't have a very good grasp of the potential risks that you might be facing here.

And that's difficult to say sustainability report, okay, they don't mention this. Maybe that's not very surprising, but if I talk to four companies in the same sector, I can assess, okay, so none of them mentioned a specific topic in the sustainability report. And, you know, this may be in November. So, the last one was, you know, it's fairly old at this point and a lot is happening every year. But I talked to the management and some of them are just sitting there, and they have no idea what I'm talking about. But one or two are like, okay, yeah, you know, we are working on this and it's been like it's an undergoing thing. And that gives us quite a lot in understanding, you know, how on top are you of these risks.

**Okay. And so even though you don't really use them specifically, have you encountered some changes when trying to find or trying to understand those sustainability reports? Because what my literature review has highlighted is that it's quite like you said, difficult to assess the materiality of these energy factors, but even more because information given by companies in their sustainability reports are often not of good quality.**

**So, do you question their quality? Is it difficult to compare sustainability reports between companies, at least from the same sector?**

I think, I mean, I think you always have to take sustainability reports with sort of a grain of salt because even if, I mean, there's more or less active greenwashing, right? But what I think is what I personally always look for is to find if they're good at talking and disclosing about the areas where they're not doing well. Because that means that I trust the rest of the content more.

I think it's relevant to say that for quite some time now, I don't remember the exact year, but it was when I was in school, so it's been a while. Swedish, for the largest companies in Sweden, sustainability reports have to be audited and they don't audit all of the data. They sort of do a... It's on a higher level. Okay. But you're not able to say just about anything.

So there has to be a sense of, you know, is this reasonable? There has been a check that it's not just completely out of nowhere. Definitely looking to see if you are reporting to certain standards. Of course, these standards aren't actually checking whether the data is correct, but at least we know that there has been a process. Definitely looking for descriptions on, for example, how you define scope 3 of emissions. Because we know that there is not a company out there that has a perfect view of its entire scope 3 emissions. So, you know, is that brought up? Is it clearly defined? Have you defined what you actually know and what you've estimated? Have you defined whether, oh, so we're only reporting what we know, but have you made an estimate of how much of, you know, this is what we know, we think it's 20% of our scope 3. You know? Like, you're not going to know that, that's fine. It's okay to say it's an estimate, but I want to see a discussion, because yes, there are companies that are, you know, at least in the quarterly reports, really not making clear that the scope 3 that they're reporting is very, very

limited. It may be in like a tiny note somewhere in the annual sustainability report, but it's going to be difficult to find. And that's fine for maybe a specialized ESG analyst that knows to look for these things. But we're at a point now where most financial analysts are going to have some kind of luck on all of these factors. And then, you know, just the transparency of what are your processes and, you know, how certain are you of these numbers?

**It's very interesting. And do you think... because..., so the CSRD has the goal to increase transparency, and helping investors and financial market to have better quality of non-financial information and to be able to compare them. Do you think that after the implementation of this directive, in the long term, maybe you will use more of these kinds of reports to build your evaluations? or that it will change somehow your methodologies and processes internally?**

I hope it's going to have an impact. And I think it's relevant to mention that since we're working not only, but mostly with mid-cap companies, I would say we haven't done a full review of this, but I think a lot of them, it's going to be from 2026. Yes. So, it's a little later, but of course, a lot of it's already starting to trickle down through because there's expectations and there are customers and they're going to have to stop reporting early. I really hope that at least once we've given this, you know, a couple of years and companies have, you know, been able to improve their reporting and also the markets and stakeholders have found their ways to, you know, analyze and assess what this data means, that it is going to make an impact. I think for us, there's, I mean, there's, of course, the direct risks to a company from ESG that we're looking at. It's, you know, it's the physical climate risks. It can, of course, be a direct impact from both social and governance issues as well. But a lot of the impact that we're looking at is how much do other stakeholders care about what this company is doing? And my belief and my hope is that with more holistic and more transparent reporting and more comparable reporting, it's going to be sort of this, it's going to be much, it's going to be more stakeholders that sort of know what their level of caring is. And it's going to make it easier for us to assess, okay, this is where company A is at. These are the topics that matter to their stakeholders in this way. And this is how they're changing their view of this company... given the reports, given these ESG factors.

**Okay. You were talking about taking into consideration stakeholders' opinion and that CSRD would help have a clearer transparency from a holistic view. And so... when you're trying to do your evaluation, do you try to incorporate more things that you know stakeholders will want to be included in the ratings? I didn't understand what you meant...**

Not necessarily included in the ratings. So, I think stakeholders to the company themselves. So, I mean, anything from, you know, what our consumer, if we're a B2C company, what are consumer preferences and how is that impacting? What do investors care about? What do employee care about? What do corporate customers do? The government, you know, NGOs. And I think for the larger companies and that there were very clear ESG areas. I would not say textile and social issues, for example. I think there is quite a clear grasp already there. But for that to become more obvious down at the lower level, you need information because, I mean, if I'm... Take the investor example, for example. And if I'm sitting here and I'm going to

compare different companies and try to decide, okay, I want to invest green, but I don't have a good way of really deciding between company A or B. And I don't have a very good way of assessing, okay, is it just me saying this is what I want to do because we've defined the fund from a purely ethical perspective or because we think it's going to have an impact on our returns. And I would hope and I think a large reason of the objective behind the CSRD and the regulation that's coming now is to say, okay, for a little while now, it's going to be very focused on regulation and reporting and this and that. But when we've established that and we're up and running, it's going to mean that we're all able to compare and sort of decide our preferences and that in turn is going to mean more of a financial impact.

**Okay, so you think that for some part to do your job in the long term, it could make your job a bit easier in trying to figure out at least in the trust and comparability issues of this information.**

Yeah, I mean, I think there's two sides to it. One side is that I think, you know, risks and opportunities are going to, you know, there's going to be more risks and opportunities because more and more people are going to care about these things. But I think it's also going to help us identify risks and opportunities that we maybe couldn't identify before.

**Yeah, okay. Very interesting. I think you have answered all my questions. I don't know if you want to add something, but for me it was very clear as well.**

No, I think you've, it's interesting questions and I think it's, you know, this is something that we discuss a lot, both internally and with other people out in the market.

[Closing discussion]

### 3.5 Camille Blanchart (FR):

[Introductory discussion]

#### **Pour commencer, pouvez-vous peut-être vous présenter vous aussi ? Votre parcours professionnel et l'entreprise pour laquelle vous travaillez ?**

Du coup, Camille Blanchart, moi, j'ai 10 ans d'expérience professionnelle, j'ai étudié, j'ai fait un double cursus comme vous, finance et droits. Moi, en revanche, j'ai une formation finance d'entreprise et droits des affaires. J'ai commencé en tant qu'auditrice financière dans le secteur bancaire. Je travaillais chez KPMG à Paris. Et après, j'ai travaillé chez Fitch, donc une première agence de notation, toujours dans la notation bancaire, de banques françaises et Benelux. Donc, voilà, c'était la première partie en agence.

Après, j'ai travaillé à la banque postale, donc une banque française, toujours sur de l'analyse crédit de banques, alors cette fois, différentes nordiques, allemandes, américaines et quelques françaises. Et après, du coup, CRA.2, donc j'ai travaillé 5 ans chez CRA.2. Mon premier poste, c'était dans l'analyse des banques françaises et Benelux aussi, donc notamment dans mon portefeuille, j'avais KBC, donc je suis allée plusieurs fois à Bruxelles pour visiter la banque. Et en fait, quand j'étais dans l'équipe bancaire, c'est le moment où justement, les sujets ESG ont bien évidemment un peu révolutionné.. tu vois moi.. Est-ce que je peux te tutoyer, excuse-moi Marion, parce que j'ai l'habitude de tutoyer tout le monde.

#### **Oui bien sûr, c'est même plus sympa pour moi aussi...**

Ok, et bien du coup, voilà, en fait, quand j'ai commencé à travailler, on commençait à parler de finances durables, de critères, etc. Mais ça restait, en fait, et c'est pour ça que c'est important la directive dont tu parles, parce que jusqu'ici, il n'y avait pas vraiment de cadre, en fin de compte. Donc, on en parlait de plus en plus, mais j'étais encore dans l'équipe bancaire chez CRA.2, et même ça s'est fait en fait par phase, donc c'est pour ça que je vais pouvoir te décrire comment ça s'est fait en agence, où on se dit qu'est-ce qu'on fait avec les critères ESG, comment on les intègre et quelle est la grille qui va suivre ça.

J'étais aussi chez CRA.2 au moment où, alors ça, ça peut être un élément pour toi, où CRA.2 a acheté une agence de notation extra-financière qui s'appelle X. Donc X, et c'était un acteur incontournable en France, et donc CRA.2 a fait l'acquisition de cette société. Et en fait, CRA.2, comme les autres agences de notation, à part Ethifinance, ont eu tendance à... , sachant qu'Ethifinance, c'est plus une agence de notation vraiment sur..., enfin ils ont vraiment dans leur ADN l'ESG, beaucoup plus qu'une agence classique, qui achète en fait un provider de services ESG. Donc j'étais chez CRA.2 au moment où on a commencé à faire ces grilles, donc ça c'était les trois premières années.

Et après je suis partie dans une équipe plus méthodologique, donc mon secteur c'était toujours la banque, mais j'ai développé ça sous un autre angle, notamment, ça c'est un truc qu'il faut avoir en tête dans les agences de notation, parce que l'agence de notation quand elle n'a pas la capacité de faire quelque chose, elle achète. Donc typiquement, moi je travaillais sur les méthodologies qui étaient développées dans des pays où CRA.2 voulait se développer, et où

du coup, ils achetaient des agences de notation locales. Et du coup, voilà. Et dans les méthodologies, tu vois typiquement la prise en compte de l'ESG dans les ratings, c'était une méthodologie qui ensuite a été croisée avec d'autres, c'est-à-dire que le travail qui a été fait chez CRA.2, on pourra le développer après avec des questions, c'est de dire on fait une méthodologie ESG avec des critères et on la croise avec les méthodologies bancaires, corporate, etc. Et on fait une synthèse de ça, mais c'est assez compliqué, il y a plusieurs produits.

Mais voilà, donc moi j'ai fait ça, et après j'ai quitté l'agence de notation, et là je suis rentrée dans une banque, donc le CIC, qui est une banque française, qui appartient au groupe Crédit Mutuel, que tu connaîtras peut-être plus facilement que le CIC. Et aujourd'hui, je fais du rating advisory. Donc en fait, c'est ce que font assez classiquement des personnes qui sortent d'agences de notation, c'est-à-dire continuer à faire du rating, mais pour la banque, pour ses clients. Et aujourd'hui, donc je fais du rating advisory pour la banque, pour différents types de clients. Et je ne travaille pas précisément sur des sujets ESG aujourd'hui, mais c'est quelque chose qui est incontournable aujourd'hui dans une analyse financière. Donc voilà ce que je fais.

**Ok, c'est très intéressant. Même pour moi personnellement, comme je ne sais pas ce que je vais faire plus tard, c'est toujours chouette aussi d'entendre des parcours.**

Oui, des parcours, ça donne des idées, ou au contraire, ça peut orienter positivement ou négativement, mais en tout cas, ça informe. Ce n'est pas facile, je trouve, quand on est étudiant, de savoir ce qui existe, en fait.

**Oui, non, pas du tout... Mais peut-être alors pour commencer directement dans le concret, est-ce que tu peux m'expliquer comment ils prenaient tout ça en compte, tous ces facteurs ESG ? Comment est-ce qu'ils se sont pris en compte quand on évalue une entreprise ou une banque ?**

Alors, du coup, pour la méthodologie ESG de CRA.2, ce qu'ils ont fait, c'est que la méthodologie s'est appuyée sur deux... Alors, ce ne sont pas des ratings. Il faut savoir vraiment qu'il y a différents produits dans l'agence de notation. Il y a des ratings, mais il y a aussi des choses qu'ils appellent des « assessments ». Et donc, si tu veux, la partie ESG qui a été intégrée dans l'analyse d'une banque, par exemple, comme moi, je notais le Crédit Agricole. Le Crédit Agricole, ils ont leur rating qui est avec une lettre. C'est une échelle avec des A, des B, des C. Pour l'ESG, ce qui a été intégré, c'est un élément d'analyse avec trois composantes, le E, le S et le G. Et en fait, chaque composante était sur une échelle, il faudrait que je te le reprécise, mais je crois de 1 à 5. Et du coup, par exemple, tu avais ESG 1, tu avais E1, G2 et S3, tu vois, par exemple. Et en fait, chacune de ces composantes répondait à des critères. Tu vois, par exemple, pour l'environnement, on allait regarder des choses assez spécifiques. Le problème étant qu'ils ont pu créer cette méthodologie qu'à partir du moment où on avait des métriques. C'est ça qui n'est pas facile, en fait, dans cet exercice. C'est qu'en fait, c'est un travail financier. Tu as besoin de ratios, de métriques pour faire des choses. Et jusqu'ici, il n'y en avait pas, en fait. Donc, moi, il faudrait que je te reprécise avec une méthodo. Je pourrais t'envoyer d'ailleurs la méthodologie.

**Je pense que c'est celle qui est publiée. Je pense que c'est celle que j'ai accès aussi sur leur site internet.**

Eh bien, si tu l'as déjà, on va peut-être l'ouvrir comme ça, ce sera plus concret. Mais en tout cas, le principe, c'est de se dire que ce qui a été rajouté par les agences jusqu'ici, c'est un assessment dont ils disent que, en fait, ce n'est pas un nouveau rating. C'est-à-dire que tu ne te dis pas du jour au lendemain, tiens, le crédit agricole, je n'ai jamais considéré sa politique ESG. C'est-à-dire que c'est un élément d'analyse qui ne change pas le rating actuel. On considère que c'est déjà pris en compte. Et c'est ça qui a été très mal perçu par les marchés, en fait, parce qu'on leur a dit... Enfin, moi, je me rappelle très bien le moment où on allait présenter parce que le produit finit de ça. Donc, une fois que tu as fait ton E, je dis n'importe quoi, E1, S2, G3, sachant que c'est du... Par exemple, quand tu es 1, ça veut dire que tu as le meilleur. Le 1, c'est le meilleur et le 4, c'est le moins bon. Et du coup, ce qui a été fait, ce sont des réunions qui ont été organisées. On fait des comités dans les agences de notation. On fait vraiment de la discussion. Ça ne répond pas uniquement qu'à des métriques. Il y a une partie qui est qualitative et une partie très « quanti ». Et donc, quand tu décides, tu as une grille et tu dis bon, lui, je trouve qu'il a mis en place des politiques ESG. Ou alors, sur le E, par exemple, on pourra regarder si la banque, typiquement, dans son rapport, elle a un rapport extra-financier, elle communique sur un plan stratégique avec une réduction du financement. Par exemple, il y a des banques qui ont dit « nous c'est fini, on ne finance plus les énergies fossiles ». Et ça, ça va être plutôt contre ce type de choses.

Mais après, ce que va mettre en place la directive, et donc celle dont tu parlais, et il y en a d'autres, je n'ai plus en tête précisément les acronymes, c'est de dire, maintenant, on va regarder de manière précise, avec des choses précises. Et du coup, une fois que tu as l'ESG qui a été mis, alors attends, je vais me connecter comme ça, je vais te montrer. Une fois que tu as ton E1, S2, G3, tu as abouti à un SCORE\_A. En fait, il y a deux choses chez CRA.2, il y a le SCORE\_A, je vais te retrouver ce que ça veut dire, et le SCORE\_B.

**Oui, je pense que ça me dit quelque chose.**

Ça, ce sont les scores qui sont affichés par une agence de notation. Mais du coup, pour te dire que l'élément principal et qui a choqué les marchés, c'est de dire, mais comment ça vous ne faites pas un vrai rating ? Pourquoi vous ne faites pas un rating ESG ? On veut pouvoir le voir. Et du coup... je n'arrive pas à me connecter, pourquoi ? Je vais essayer de t'en trouver une analyse pour te montrer. Les banques, elles ont dit, en fait, ce que vous faites, vous ne faites pas de nouveaux produits. Vous nous expliquez, vous essayez de faire un truc à la demi. C'est quelque chose que je ne pourrais pas dire si j'étais encore en agence. Les sociétés ne l'ont pas très bien perçu parce qu'elles ont dit, en fait, vous nous dites que vous l'avez déjà pris en compte, vous maquillez un peu le truc, c'est un peu facile.

Et en réalité, derrière, il y a d'autres produits qui sont développés par d'autres agences plus spécifiques, et typiquement, X, qui a été racheté par CRA.2, qui est appelé maintenant CRA.2 ESG, ils font un rating ESG spécifique, ils répondent à des critères spécifiques, mais qui est séparé de l'analyse. Tu vois, par exemple, quand tu vois l'analyse du Crédit Agricole, j'aimerais bien réussir à la montrer, et bien tu verras ce fameux SCORE\_A, attends, c'est SCORE\_A et

SCORE\_B, pas SCORE\_B, je dis une connerie. C'est SCORE\_A et SCORE\_B, tu vois les scores, mais le score vraiment ESG, l'analyse ESG qui est fait par les anciens de X, c'est une analyse à part, faite que sur des critères ESG, c'est là pour le coup, mais ce n'est pas fait pour tous les, toutes les personnes ne l'ont pas. Je vais te partager mon écran, je vais te montrer.

Mais du coup, il y a deux types de choses, il y a l'analyse faite par l'ancien X, qui elle, est vraiment purement, est censée coller aux grilles de la réglementation. Je vais te partager mon écran, comme ça tu peux voir, et je vais te montrer. Donc tu vois, par exemple, quand tu es sur le site de CRA.2, tu vois le crédit agricole, tu vois les ratings, tu vois avec des A, etc.

Tu as les ESG scores, donc ici tu as un SCORE\_A 2, c'est bien, et tu vois que c'est composé de Environmental 3, Social 4, ça ce n'est pas bon, et Gouvernance 2. Et tu vois ça, c'est un score qui est donné en plus. En revanche, si tu veux avoir, alors moi j'ai plus accès là, ici, mais tu peux avoir l'analyse ESG de ton entreprise. Tu vois, par exemple, si là je tape Danone, je pense qu'ils doivent l'avoir, Danone, et je pense que ça j'ai accès.

Tu vois Danone, par exemple, eux ils ont un SCORE\_A de 2, ce qui est bon. Et derrière, tu as, où est-ce qu'elle est mon analyse ? Tu vois, je ne l'ai pas là aussi malheureusement, mais normalement tu as une analyse vraiment, et tu vois comment ça se présente ? C'est un bout, je ne sais même plus si c'est encore obligatoire, parce que tu vois, c'est ici, c'est à partir de l'analyse, tu vois, tu as ESG considerations, ce n'est pas un rating. C'est vraiment, on te dit, le produit fini, c'est donc ce Score\_A, SCORE\_A 2. Tu vois, ici, tu as la galerie.

### **Et donc, le Score\_A, c'est...**

C'est l'assessment, si tu veux, de l'ESG. Exactement, le crédit de l'entreprise. Et alors, je pense qu'il faut le formuler en disant, parce qu'on considère que c'est déjà pris en compte dans la notation. Donc, quelle est la part de l'analyse qui est attribuée à l'ESG ? Mais ce n'est pas, tu vois, par exemple, si demain, tu vois, ce n'est pas ici, si j'ai une dégradation sociale, est-ce qu'on va downgrader une société ? Ça encore, ce n'est pas encore le cas, tu vois. Et c'est pour ça, tu vois, donc là, tu as l'explication, E3, S3, G2, on te donne un petit texte, tu vois. Donc, voilà, on t'explique différentes choses.

Tu vois, typiquement, dans social, on te dit, Danone a un problème de production responsable, parce qu'ils utilisent des matières brutes, il y a des problèmes de santé, évidemment, puisque tu parles d'une société agroalimentaire, tu vois, ce type de choses. Et donc, je me suis trompée dans ce que je t'ai dit tout à l'heure, le produit fini, c'est donc bien SCORE\_A et pas SCORE\_B. Et ici, je pense que tu auras, il faudrait que je regarde si j'ai accès à la « Peer Comparison ». Tu regarderas dans la méthodologie, mais ce n'est vraiment pas un rating, c'est une partie. Tu vois, c'est vraiment une partie, et c'est de la raison pour laquelle, ... Ah oui, pardon. En fait, SCORE\_B, ce sont les sous-catégories, tu vois, le E, le S et le G, ce sont des SCORE\_B.

### **Je ne sais pas si tu as ouvert une nouvelle page, mais en tout cas, je ne sais pas, je ne vois pas de changement depuis la première page que tu m'as montrée.**

Ah, excuse-moi, excuse-moi, ça ne va pas du tout, ça. Tu as raison, je vais te rechercher ça tout de suite, comme ça tu vois. Je pense que c'est ça que je vais te montrer.

Ici, donc, le score final, c'est le SCORE\_A. Et en fait, le SCORE\_A est composé de trois SCORE\_B. Et donc, SCORE\_B. Et donc, le E, le S et le G, ce sont chacun des SCORE\_B. Donc, voilà. Et à l'issue, tu as ça. Donc là, tu vois, par exemple, je te montre, c'est une Peer Comparison. Donc, l'agence a fait de très belles choses pour montrer qu'ils faisaient ces choses-là. Mais dans les faits, ils ne proposent pas un rating ESG sur les différents critères.

C'est une autre équipe qui fait ça, ESG Rating. Tu voudras peut-être parler avec une de ces personnes d'ailleurs, parce qu'eux seront plus capables de te répondre sur comment c'est pris en compte. Et la preuve en est, c'est que du coup, c'est une entité à part de CRA.2. Chez S&P, en fait, ils avaient au début fait quelque chose de similaire, un assessment complémentaire qu'ils ont laissé tomber. Finalement, S&P a considéré qu'ils allaient faire quelque chose à part, que ce serait dissocier du rating financier. Donc voilà, dans les grandes lignes, ce n'est pas... Tu vois, moi-même, je te l'explique de manière pas extrêmement claire, mais ce n'était pas extrêmement clair de la part de l'agence non plus.

**Oui, ok. Et donc, ils disent que c'est une composante de l'analyse du crédit des entreprises, etc., comment ça se fait que si tu as un de ces SCORE\_B qui bouge, que ça n'impacte pas spécialement le rating de crédit final ?**

Eh ben, en fait, c'est une très bonne question. Si jamais... Alors, en fait, comment le voir ? Si demain, il y a une détérioration de la gouvernance, je crois que ça va peut-être être... Le moment où tu as une détérioration de gouvernance, ici, tu auras une détérioration du G. Tu vois, par exemple, c'est arrivé, certaines banques, voilà, qui ont eu une détérioration de la gouvernance de 3 à 4, tu vois, par exemple. 4, ce n'est vraiment pas bon. Ça veut dire que vraiment, ça ne va pas. Ce que l'agence va te dire, c'est qu'en fait, ce score de gouvernance, il est pris en compte parce qu'une agence, elle fonctionne sur une « Score Card ». Alors, je vais te montrer à quoi ça ressemble. En fait, quand tu notes une société, tu regardes des ratios. Et dans ces ratios, tu vois, ce sont des ratios purement financiers et non extra-financiers. Ce qu'on vient de t'expliquer, c'est qu'il y a une partie d'extra-financiers qui est quand même prise en compte là-dedans.

Donc, en fait, tu vois, demain, Danone, ah, il y a un problème de gouvernance. Tu vois, un problème de gouvernance, ce qu'on va te dire, c'est que, tu vois, typiquement, financial policy, c'est un peu comment ta société est gérée. Et en gros, on va te dire, ah ben, c'est ici qu'on va discriminer. En fait, on va le mettre dans le G, mais le G n'a pas un impact direct. Tu vois, ce n'est pas pris en compte dans cette Score Card . Tu vois, cette Score Card , il n'y a pas marqué ESG. Tu n'as pas les SCORE\_B. Il n'y a pas. En revanche, c'est relié, mais ce n'est pas une métrique qui occasionne aussi systématiquement.

Ce qui va se passer, c'est qu'ici, on va dire, attention, la financial policy, on n'est pas content. On va avoir tendance à downgrader, en miroir en fait de ce qui se passe. Mais comme tu peux voir, ce n'est pas intégré dans la scorecard. C'est un élément d'analyse, mais ça n'influe pas. Tu vois, ce n'est pas dans l'équation. C'est à côté, c'est pris en compte, mais ce n'est pas systématique.

**Ok, ok, c'est assez... C'est marrant parce que du coup, j'ai lu leur méthodologie publiée et c'est vrai que ça donne une autre version de l'histoire aussi.**

Oui, oui, mais du coup, dans les faits, c'est comme ça que ça se passe. Après, la méthode elle-même que tu as dû voir, qui est la méthodologie ESG, il faudrait voir quels sont les scores, parce qu'il y a différents produits et c'est pour ça que je pense que c'est pas mal que tu essaies de trouver quelqu'un qui est vraiment dans l'équipe CRA.2 ESG pour t'expliquer ce qu'ils font eux en fait, parce que le score qui est fait par l'équipe CRA.2 ESG, c'est un score sur 100.

**Parce que du coup, l'équipe CRA.2 ESG, elle s'occupe aussi de créer ce score SCORE\_A ou ce sont juste les ratings ESG ?**

Non, ce n'est pas les mêmes.

**Ok, parce que moi ma recherche se concentre vraiment plus sur comment ces facteurs impactent le crédit rating au final, pas sur les ESG ratings.**

C'est ça, je comprends. Bah du coup, pour savoir, pour que toi tu l'aies en tête, que du coup, tu as un ESG score qui est présenté dans la notation d'une entité, mais qu'elle est sur le côté, si tu veux. Elle est censée être prise en compte déjà par cette fameuse Score Card financière. Ok. Tu vois, ça va être dans Financial Policy pour G, le I et le S, ça va être aussi dans Business Profile. Tu vois, par exemple, une société qui est hyper polluante, ça va être évoqué dans le Business Profile de la société.

Après, comment ça va être discriminé ? Tu vois, là, on pourrait discuter de Total, par exemple. Si je te mets Total, tu es un analyste. Je ne comprends pas comment... Je pense que tu peux partager ta fenêtre, tu peux partager. On va faire comme ça. Est-ce que là, tu vois Total Energy ? Oui, parfait. Ok. Et bah du coup, si tu vois Total Energy, tu vois, par exemple, ils ont... Ah bah tu vois, il y a quelque chose qui a changé que moi, je n'avais pas, le Carbon Transition Indicator. Ça, je ne le connaissais pas, ça n'existait pas quand j'étais en agence. Je pense que c'est pour préciser ça, parce que tu vois, quand tu vois Total, dont on pourrait discuter en long, en large et en travers sur un rating ESG, et bah regarde, ils sont 6 à 3. Ce n'est pas mauvais, mauvais. Alors que pourtant, regarde, Environmental, ils sont 5. Social, ils sont 5. C'est le plus bas. En revanche, en gouvernance, on te dit que c'est 1. Et la gouvernance, c'est un très fort score pondéré par rapport à I et S.

**Ah oui, encore maintenant ?**

Le G, il joue un plus fort rôle. Regarde la preuve, ici, tu as 5 et tu as 5. Tu pourrais penser, attends, pourquoi ce n'est pas 5 ? Et bah finalement, c'est 3. Donc ça veut dire que le fait d'avoir un G1, ça te permet de remonter quand même très fortement ton Score\_A. Et je pense qu'ils ont dû préciser, je te dis, ce produit n'existait pas à mon époque. Tu vois, ce Carbon Transition Indicator, ce 8 là, ce n'est pas terrible. Sachant qu'ici, à mon avis, ça doit être une échelle de 1 à 10. Et bah ça, ça permet de dire attention. Et ils ont dû le rajouter, je pense. Et j'essaie de te trouver. Et tu vois, regarde, ta Transition Probability, ça, c'est pareil. Tu vois, tu n'es pas... Tu as 8% de probabilité de transition. Ce n'est quand même pas terrible. J'essaie de te trouver la View ESG, mais je ne l'ai pas. Malheureusement, je n'ai pas l'analyse pour te montrer.

Mais voilà, tu vois, ici, pareil, tu vois, tu as toujours une Scorecard qui est un petit peu différente ici, mais qui reste, tu vois, tu as ta Business Profile, on a toujours cette Financial Policy. Tu vois, tu as des choses qui sont là-dedans. Et il faut savoir que lorsque tu fais une

notation financière, tu prends les chiffres. Tu vois, là, par exemple, ici, il y a beaucoup de chiffres. Mais en revanche, tu vois, par exemple, ici, Financial Policy, ce n'est pas un chiffre, c'est une lettre. Et donc, cette lettre, pour y arriver, ça veut dire qu'il y a beaucoup de qualitatifs.

Et donc, en fait, les facteurs ESG dans la notation financière pure, il y a encore beaucoup de qualitatifs parce qu'il n'y a pas encore eu la totalité des métriques qui ont été mises publiquement. Tu vois ce que je veux dire ?

**Oui, je vois. Ok, très intéressant. Et pour prendre en compte ces facteurs ESG, tu parlais d'une sorte de grille, etc. Est-ce que c'est quelque chose qu'ils ont par secteur, en mode « ok je dois prendre ça, ça et ça en compte » ? Ou c'est, ok, j'analyse telle entreprise et basé aussi sur l'expérience, on sait où regarder et voilà ?**

Alors, pour cette chose-là dont tu parles, pour le SCORE\_A ou pour le rating ? Alors, pour le SCORE\_A, c'est une grille. La méthodologie, elle a été créée pour tous les secteurs d'activité, mais du coup, il y a des spécificités par secteur forcément. Après, il faut avoir en tête que, je pense que de toute façon, il y aura déjà les corporate et les financial institutions. C'est vraiment deux mondes complètement différents.

Tu vois, par exemple, un corporate, il va reporter un EBITDA. Par exemple, une financial institution ne te reportera jamais un EBITDA. Et du coup, la méthodologie ESG, elle est applicable pour tous. Tu vois, par exemple, là, c'est la même méthodologie par tout le monde. Après, si tu l'as vue, je pense qu'il doit y avoir des spécificités, en effet, par secteur, mais la grille d'analyse, initialement, elle est la même pour tout le monde avec quelques adaptations. Tu vois, par exemple, là, ils mettent, attends, je vais te remettre cette table, General Principles, et tu vois, ils appellent ça un « cross-sector ». Donc, quand tu as un cross-sector, ça veut dire que tu la croises avec d'autres méthodologies. Et donc, il faudrait regarder, tu vois, comment ils font les choses, tu vois, les points clés restent les mêmes pour tous les secteurs d'activité. Mais je pense quand même qu'il doit y avoir une adaptation. Je regarde souvent, les annexes donnent beaucoup d'informations sur les méthodologies.

Je suis juste en train de voir que j'ai un call qui vient de se rajouter, donc je vais peut-être devoir raccourcir notre call, quitte à le reprendre un peu plus tard. Est-ce que tu avais beaucoup d'autres questions, juste pour que je sache à peu près ?

**Oui, je me demandais où ils vont chercher l'information non-financière pour la prendre ne compte dans leur évaluation ? A quel point ils dépendent des rapports de durabilité ? Et je voulais ensuite faire un lien avec la CSRD, et discuter si cela peut aider l'intégration de ces informations ESG.**

Alors, tout à fait, c'est dans les rapports extra-financiers, financiers puisqu'il y a une partie quand même, et les rapports extra-financiers pour ceux qui en ont. Parce que toutes les sociétés ne le font pas encore. Je sais que les sociétés cotées sont tenues de le faire, mais c'est plus ou moins détaillé. Et le moment où la réglementation sera applicable à tous... parce que je crois que c'était ça aussi, il y a une histoire que toutes les sociétés n'étaient pas soumises à la réglementation immédiatement, mais au fur et à mesure, en fait, plus il y aura de réglementation, plus les sociétés seront obligées de le faire, et finalement, elles s'appuient là-

dessus. En revanche, ce qu'il faut que tu aies en tête, ce sont les agences de notation, elles ont beaucoup d'informations privilégiées, parce que quand tu es analyste d'une entité, tu as des informations confidentielles, tu es en lien tout le temps avec la société que tu notes.

Donc par exemple pour faire cet exercice, les rapports ESG ont été regardés, les rapports extra-financiers, mais également il y a eu des fichiers complémentaires avec des informations qui ont été envoyées aux émetteurs. Et ils ont été tenus de les remplir et de dire s'ils acceptaient ou pas que les données soient données publiquement ou privées. Donc ce sont à la fois des informations publiées déjà et des informations données par l'émetteur.

**Oui je vois... La directive va aussi obliger les entreprises à publier des informations qu'elles ne publiaient très généralement pas et mettre des choses en place en interne pour avoir des mesures plus quantitatives aussi. Est-ce que c'est quelque chose qui peut potentiellement aider ces analystes lorsqu'ils doivent prendre en compte des informations ESG ? Est-ce que cela va changer quelque chose en interne ?**

Alors je pense que ce sera beaucoup plus claire une fois que la réglementation forcera les personnes... parce qu'à partir du moment où il y aura des données publiées déjà ce qui va beaucoup aider c'est d'avoir l'information, premièrement. Deuxièmement, c'est d'avoir une information qui sera standardisée. Et du coup, ce sera plus facile de comparer parce que du coup... puis même outre que plus facile, ce sera possible de comparer parce que jusqu'ici c'est compliqué. Tu sais tu as des gens qui publient un peu ce qu'ils veulent. Donc cela aidera définitivement. Cela clarifiera la situation et ça aidera parce que tu auras une base sur laquelle se fonder.

**Ok donc la comparabilité entre les rapports de durabilité est selon toi un challenges quant à la prise en compte des facteurs ESG dans les évaluations des entreprises ? Est-ce que cela varie en fonction du type d'entreprise ?**

Oui, la comparabilité donc est un souci important, surtout entre entreprises cotées et non-cotées. Principalement parce que toutes les entreprises ne sont pas obligées de publier un rapport de durabilité, c'est surtout celles cotées qui doivent le faire. Après CRA.2 et S&P évaluent généralement les larges entreprises c'est sûr. Mais voilà pour les entreprises non-cotées, elles ne doivent pas toutes le faire, et si elles le font, elles le font de leur manière donc... oui un souci de comparabilité, où on est amené souvent à nous-même chercher des informations.

**Et entre entreprises cotées, tu remarques aussi un souci de comparabilité ?**

Oui exactement, elles n'utilisent pas les mêmes standards. Et même par rapport à l'activité et à l'entreprise elle-même tu ne vas pas retrouver les mêmes informations non plus. Par exemple, si tu prends la banque ING par exemple, tu connais sûrement, un de ses principal marché est la Belgique. Et ben tu vois, tu vas retrouver par exemple dans son rapport de durabilité, parce que le siège de la banque se situe au Pays-Bas, et si tu regardes dans son rapport, tu peux voir qu'ils mentionnent le risque d'inondation. Ce qui peut faire un peu sourire évidemment... mais c'est vrai que voilà tu regardes une banque française, ils ne vont pas mentionner cela.

**Et outre la comparabilité, la CSRD va également améliorer la qualité des informations non-financières publiées par les entreprises, puisque cette information va désormais devoir être vérifiée. Est-ce qu'il y a un souci de qualité lorsque les agences essaient d'aller chercher ce genre d'informations dans les rapports ?**

Oui, tout à fait, un souci de comparabilité et de qualité aussi. Après, comme j'avais dit, on a également des entrevues régulières avec ces entreprises pour aller vérifier cette information, et comprendre plus en détails aussi certains points qui pourraient être flous, ou pas détaillés. Au final, et c'est pour ça que je pense que la directive pourra effectivement aider, c'est qu'on a actuellement beaucoup d'information « quali » et pas assez de metrics, de quantitatif. Mais donc pour moi la CSRD va pouvoir faire avancer pas mal les choses à ce niveau.

**Oui ok, c'est marrant parce qu'au final le nom derrière le SCORE\_A, au final le nom est mal choisi parce que ce n'est pas réellement l'impact des facteurs ESG sur le credit risk de l'entreprise...**

Oui non tout à fait. Pour l'instant le SCORE\_A c'est qu'un assessment complémentaire et n'apporte pas de réel changement sur les ratings finaux présentés, tu vois. Il fallait donner quelque chose, ils ont donné quelque chose. On parlait de Total, tu vois quand tu regardes Total qui a un SCORE\_A de 3, bon.. C'est... on pourrait se poser des questions parfois vu leur E5 et S5. Au final c'est ça, pour l'instant, les agences n'ont pas les outils et les compétences en internes. C'est beaucoup de bricolage et rien de concret. Mais avec la CSRD, ça peut devenir quelque chose de plus précis. Et c'est d'ailleurs pour cette raison que les agences aujourd'hui achètent d'autres entreprises plus spécialisées au niveau ESG, et pourquoi CRA.2 a acquis X, qui s'y connaît bien plus dans ce domaine. Tu vois ces agences... elles sont très bonnes pour les ratios financiers, mais pour tout ce qui est ratio non-financier et metrics non-financiers, elles ne s'y connaissent pas bien, elles n'ont pas les compétences. Je pense qu'il va y avoir une réelle séparation entre ratings financiers et extra-financiers. Tu vois S&P a décidé d'arrêter son assessment ESG complémentaire, peut-être que CRA.2 le fera aussi je ne sais pas.

**J'ai appris que l'ESMA se penchait sur l'éventualité de forcer les agences à prendre plus en compte ces facteurs ESG dans l'évaluation du credit risk, est-ce que c'est une pression que ces agences ressentent en interne ?**

Je dirais qu'avant il y avait une pression de moyen, mais qu'il n'y avait pas vraiment de pression de résultats. Encore une fois, ils ont dû autrefois donner plus de transparence à ce sujet, ils ont donné les SCORE\_A et SCORE\_B parce qu'il fallait donner quelque chose. En fait, je ne dirais pas que c'est une pression. C'est quelque chose qu'ils vont devoir faire et ils vont mettre les moyens pour que ça s'implémente s'il le faut.

**Je vois! Et je me demandais s'il y avait une demande aussi des investisseurs de comprendre aussi comment ces facteurs ESG peuvent impacter le rating ?**

Bonne question, je dirais que pas vraiment. Alors enfin... oui, bien sûr que certains ont de réelles motivations éthiques et s'intéressent vraiment à ce sujet-là, et cela existe. Ils demandent souvent des informations, mais tous ne l'ont font pas. Et s'ils le font, c'est souvent parce qu'ils s'y intéressent parce qu'il le faut et c'est tout. Tu sais on me demande moi souvent « ah tiens,

tu travailles dans une banque, quelle est pour toi la banque la plus éthique ? » C'est évidemment quelque chose que les investisseurs prennent en compte, mais parce qu'ils sentent qu'ils y sont un peu obligés, et pas pour des motivations plus éthiques. Après attention, il y en a quand même, mais je dirais que ce n'est pas la majorité.

**Ok, merci ! Je me demandais également. Voilà la CSRD va être applicable pour une première catégorie d'entreprise pour cette exercice financier 2024, mais avant c'était la NFRD qui était applicable. Je ne sais pas si tu étais là durant le changement, mais elle concernait très peu d'entreprises, et a été annulée aussi parce qu'elle n'obligeait pas les entreprises à reporter selon un type de standards particulier et qu'elle n'était pas très contraignante en termes de précision. Je ne sais pas si tu sais m'en dire à peu plus, sur la directive et son impact sur les ratings quand elle est arrivée ?**

Alors, non désolé, je ne sais pas te dire grand-chose à ce sujet-là.

**Pas de soucis ! Ecoute, pour moi j'ai toutes les informations dont j'avais besoin ! Merci beaucoup ! Je ne sais pas si tu souhaites ajouter quelque chose ?**

Alors, pas vraiment, j'ai l'impression avoir fait le tour. Je pense que oui la CSRD va aider à améliorer la précision et la qualité des ratings. A terme, je vois une séparation assez claire entre les ratings financiers et les ratings extra-financiers. Et je pense que la CSRD va aider à faire le pont entre les deux et à comprendre l'impact des facteurs ESG sur les credit ratings.

[Closing discussion]

## 4. External perspective

### 4.1 Alexandre Synadino (FR):

[Introductory discussion]

#### **Peux-tu m'expliquer ton parcours, ton travail et l'entreprise pour laquelle tu travailles ?**

Alors moi les notations de crédit... ça me parle, c'est ce que je fais. En gros, chez Finalyse, c'est une boîte de conseils spécialisée en gestion de risque financier. Donc, c'est pour les banques, les assurances, les banques d'affaires, les fonds de pension. Globalement, il y a différentes manières de gérer les risques. Alors, il y a la partie risque crédit, puis il y a la partie risque marché, risque de liquidité. Puis il y a juste la valorisation de certains actifs. Et donc, quelque part, là-dedans, les composantes ESG, elles commencent à rentrer. En fait, moi, quelque part, parfois, je fais des modèles internes qui sont communs au travail que ferait un analyste dans une agence de notation. Sauf que moi, je fais ça en interne. Donc, je suis souvent appelé par des banques pour venir en support au développement de certains modèles.

Là, en ce moment, je suis en train de mettre en place un outil qui fait des stress tests climatiques. En fait, donc, il analyse la performance d'une entreprise selon différents scénarios de transition. Donc, moi, je vais faire des tests de résistance, parfois du support plutôt réglementaire, parfois plutôt du développement de modèles pour estimer une probabilité de défaut, une perte contre le défaut. La probabilité de défaut, c'est ce qui se rapproche le plus du travail d'une agence de notation, dans le sens qu'un AAA, c'est associé à une forme de probabilité de défaut. Quelle est la chance que cet emprunteur fasse défaut ? Et donc, quelque part, je ne suis pas une agence de notation, mais c'est question de comment intégrer l'ESG, l'utilisation de ces nouvelles données que vont nous fournir les différents rapports réglementaires que les entreprises vont devoir fournir et qui, normalement, aussi, vont pouvoir être accessibles aux utilisateurs qui sont autres que le régulateur, notamment les agences de notation. Donc, en fait, je gravite dans ce monde-là, quoi, en fait.

#### **OK, je vois. Est-ce que tu peux expliquer un peu de ce que tu vois à travers ton travail, de la manière dont les facteurs ESG sont intégrés dans l'évaluation des entreprises par les agences de notation. Tu me disais que tu avais été en contact avec certaines d'entre elles, sais-tu à quel point elles le font ? Et comment ?**

C'est un peu l'enjeu pour tout le monde. Donc, en fait, les agences de notation, elles ont d'une part à mettre à jour leurs calculs pour prendre en compte ces éléments-là, ce qui demande aussi de mettre à jour la méthodologie. Et donc, tout le monde doit commencer à réfléchir à des méthodes pour intégrer des composantes ESG. Alors, il faut en plus réfléchir en termes de E, S et G. Et puis E aussi, ce n'est pas juste E, dedans, il y a le climat et il y a l'environnement. Ce n'est pas exactement la même chose. La biodiversité et le risque physique venant d'une inondation, c'est deux choses qui tombent sous le E, mais ce n'est pas exactement la même chose.

D'un côté, je m'expose à des pertes avec l'inondation, par exemple. De l'autre, la biodiversité, à terme, je m'expose à des pertes. Je suppose si on détruit une espèce et qu'elle a un rôle essentiel dans la chaîne alimentaire, et du coup, il y a toute une liste des règles. Bon, à terme, il y a des conséquences, mais pour l'entreprise, là, c'est plus son côté E pour sa réputation. Est-ce que je déverse des tonnes de produits chimiques dans les rivières ? Donc, tous ces sujets sont vastes. Et pour chacun de ces composants du E, S, G, il faut que tout le monde soit en train de réfléchir à des méthodes pour essayer de comprendre quels sont les mécanismes de transmission de risque depuis le ESG vers carrément le bilan d'une entreprise ou d'un privé. Donc, le bilan d'un privé, ça revient plutôt à sa capacité de rembourser un emprunt à l'hypothécaire, ce genre de choses.

Tout le monde y pense et tout le monde cherche des données. Et tout le monde cherche des méthodologies, y compris les agences de notation. Donc, les agences de notation, j'en ai rencontré plusieurs dernièrement pour parler des outils qu'ils ont mis en place pour ce qui est risque de transition, risque physique. Tu connais, tu maîtrises ces deux composants-là ? Donc, la transition écologique, c'est vraiment quels sont les investissements à fournir et quels sont les risques en termes de coûts de carbone. Si je suis, par exemple, une entreprise dans le secteur chimique, je consomme probablement du gaz et du pétrole. Ça, ça va me coûter plus cher si, politiquement parlant, on commence à intégrer des coûts d'émission carbone comme faisant partie des coûts de l'entreprise. Et donc, j'ai un besoin de transitionner vers des énergies vertes pour produire mes produits chimiques. Ça veut dire que je vais devoir investir dans des énergies renouvelables ou que je vais devoir m'en procurer l'énergie issue des énergies renouvelables.

Donc, ça, c'est la transition. De l'autre côté, tu as le physique. Ça, c'est est-ce que je suis exposé à des inondations, à du retrait gonflement des argiles, à des tornades. Ça dépend où on est dans le monde. Donc, les agences de notation, elles sont en train d'essayer, comme tout le monde, de réunir un maximum de données pour fournir des réponses à ces questions, tant dans leurs propres notes qu'elles vont vendre à leurs clients, mais aussi en tant qu'outils intégrés pour lesquels une banque... Par exemple, moi, je travaille pour des banques. Elles font des notations internes pour leurs propres clients. On ne va pas noter chaque entreprise. Si j'ai 2000 PME dans le portefeuille, ce n'est pas Moody's qui va me les noter, c'est moi-même. Et donc, là, j'ai besoin de méthodes pour essayer d'estimer mes risques ESG. Donc, ça, ils sont sur les deux plans. Ils sont fournisseurs et ils sont des consommateurs en même temps.

Par rapport aux réglementations, elles sont en train de mettre en place un cadre pour fournir des informations comparables, communes, au travers de toutes les entreprises qui font partie, qui sont ciblées par cette réglementation. Par exemple, CSRD, il faut 40 millions de bilans et il faut... Ça sert par phase, mais oui, la première phase... Oui, voilà, c'est ça. Donc, le premier échantillon de boîtes concernées en Europe par la CSRD, c'est 40 000, 50 000, quelque chose comme ça. Donc, il faut penser que ça s'inscrit dans toutes sortes d'autres réglementations. Ça a évolué au fil du temps. Il y a eu la Task Force, le TCFD, qui, eux, ont pensé plutôt en termes de gouvernance, en termes de qu'est-ce qu'on établit comme principe de base pour bien intégrer l'ESG. Puis, les banques, elles ont leur propre réglementation, maintenant qu'il est forcé à soumettre des rapports ESG par la EBA, donc la European Banking Authority. Puis, les entreprises, elles ont eu, oui, effectivement, des premiers jets de réglementation. Et le CSRD,

là, ça va être un petit peu l'aboutissement de tout ça. Je ne me souviens plus exactement de toutes les mesures.

Mais donc, ces règlements, ils demandent de soumettre de plus en plus de données. Je pense, si je ne me trompe pas, le CSRD, ça va être plus de 1200 points de data nécessaires pour y répondre. Ça, ça veut dire quoi ? Ça veut dire qu'on peut l'exploiter. Dedans, si tu me parles en détail de tes émissions carbone, je pense que ça va devoir être divisé par, par exemple, si j'ai plusieurs entités, si je suis ArcelorMittal, je suis un producteur d'acier, pour mes usines en Europe, je vais devoir fournir ce genre de données granulaires sur mes émissions carbonées par usine, probablement, par business line. Et en gros, ces informations-là, on peut s'en servir aussi pour analyser les entreprises. Donc, à l'intérieur du rapport, de la template, il y aura une template, il y aura un truc qu'il faudra remplir pour le CSRD. On va y trouver déjà toutes sortes de données sur les émissions carbone, sur les plans aussi de transition, sur l'impact environnemental, sur l'impact sur la biodiversité. Mais ce qui va être important, je pense aussi, ce sont les plans de transition. Et donc, il y aura toutes ces données, et tout ça, on pourra s'en servir de différentes façons. Et ce sont les agences de notation, comme aussi les banques, tout le monde va s'en servir.

Comment ? Donc, d'un côté, si moi, je vois des émissions carbonées, je peux estimer, par exemple, si je suis dans une agence de notation, je vais penser futur. Ma note, elle est valable un an, OK, mais je peux aussi penser plutôt long terme. C'est pour ça que quand une agence de notation note, par exemple, une entreprise ou un pays, elle va fournir un rapport détaillé avec ses arguments sur pourquoi elle maintient, ou pourquoi elle dégrade, ou pourquoi elle améliore la note. Et souvent, ça prend en compte une part un peu qualitative sur les projections futures, des anticipations. Par exemple, la France, dernièrement, ils ont dégradé parce qu'ils ont dit, voilà, vous avez des plans d'économie, mais on n'est pas sûr que ça va être assez pour rétablir votre ratio de dette au PIB. Donc, ça, c'est un exemple de... On voit vos plans, mais on n'est pas convaincu, donc on vous dégrade.

Ça peut marcher de la même manière pour une entreprise, et ça peut surtout marcher dans le cadre du CSRD. C'est que je constate dans le CSRD que tu n'as pas de plan de transition très convaincant. Je peux estimer que... Je peux savoir, je peux me supposer qu'il y aura des coûts du carbone qui vont commencer à augmenter, parce que ce sera une décision politique, mais on va les mettre en place, ou ce sera des taxes carbonées ou quelque chose comme ça. Et toi, tu ne me présentes aucun plan pour te prémunir contre ces coûts qui vont augmenter. Et en plus, ton impact environnemental ne va pas baisser, donc tes émissions vont continuer à être élevées. A terme, tu vas être un peu... Enfin, si ça continue comme ça, s'il n'y a pas de plan de transition, à terme, ce sera une entreprise qui va être hors la loi. Tu pourrais commencer déjà à estimer les impacts de notation juste sur base de ça. Ça, c'est sur du qualitatif peut-être, par rapport à des anticipations. Ça, c'est la partie qu'est-ce qu'on me fournit comme plan pour faire une transition. Mais en plus, tu peux carrément estimer le coût, à moins que ce soit carrément fourni dans le plan.

Mais ce coût de transition, ça aussi, ça va être... Il faut y penser en termes d'impact direct sur les OPEX, Operational Expenses. Et si c'est ici un gros investissement à fournir, ça veut dire quoi aussi ? Probablement crédit ou levée de fonds, mais il faut savoir comment cet argent,

d'où il va venir. Et si c'est par de la dette en partie, des obligations ou des crédits, il faudra penser à une charge d'intérêt qui va se rajouter aussi dans les frais de l'entreprise. Donc encore une fois, seconde manière de quantitativement projeter les finances de l'entreprise et donc de te mettre à jour tes Cash Flow Models. Et une fois que tu as mis ça à jour, en prenant en compte la composante climatique, là, c'est simplement climatique, je peux déjà te dire est-ce que ma probabilité de défaut va migrer ? Vers des niveaux plus élevés. C'est ce que je suis en train de faire maintenant. J'ai fait ça pour 1500 boîtes. On a estimé en quelque sorte la trajectoire pour les investissements verts. On a estimé des coûts pour mitiger certaines formes d'émissions carbone. On a pris des séries temporelles qui sont des coûts par type d'énergie. Les coûts de l'électricité dans le futur, selon chaque scénario, les coûts du pétrole, les coûts du gaz. Et en fonction des consommations d'énergie par chaque type de l'entreprise, tu peux plus ou moins projeter tout ça et estimer ça en coûts. Tu rajoutes les taxes carbonées sur les émissions. Tu peux estimer la trajectoire des émissions aussi. Avec ça, tu as beaucoup pour faire évoluer un bilan d'entreprise qui fait évoluer une note. C'est d'une manière tout à fait quantitative. Qualitative, tu peux le faire parce que tu regardes un peu les ambitions de l'entreprise à horizon 2030, 2035, 2040.

Et puis, il y a une autre dimension qui est plutôt liée au risque réputationnel qu'encourt une entreprise qui répond mal à son CSRD. Ça va déjà porter préjudice à l'entreprise. Deuxièmement, une entreprise qui montre qu'elle a énormément d'impact négatif sur la biodiversité. Demain, tu pourrais avoir ces clients, sa clientèle, que ce soit des entreprises elles-mêmes ou des particuliers, à savoir si on parle d'un supermarché ou si on parle d'une entreprise qui vend de l'acier. Mais dans les deux cas, tu pourrais avoir des réactions. Demain, si tu apprends que ta banque a investi dans un puits de pétrole au milieu d'une forêt amazonienne, il a fallu abattre tous les arbres, tu vas peut-être déplacer tout ton argent. C'est un peu la même idée. C'est que ça va potentiellement engendrer des retraits. Pour une banque, ça va être des retraits de capitaux, mais pour des entreprises qui sont d'une relation commerciale, ça va être des cessations de contrats.

D'ailleurs, en parlant de risque réputationnel, là, ça devient vraiment un truc où, en plus, si moi je suis une entreprise qui dépend de ton produit, en quelque sorte, si j'achète ton produit, j'ai des émissions de secondaire, les Scope 2 et les Scope 3. En fait, mon propre score baisse à cause du tien. À ce moment-là, ça va probablement forcer certaines entreprises à changer de fournisseur ou à choisir les plus verts. Là encore, l'agence de notation peut prendre ça en compte. À terme, tu risques de perdre la part de marché. Si tu fais une sorte d'estimation de ça, encore une fois, tu ne peux à ce moment-là pas appliquer un choc à la rentabilité de l'entreprise parce qu'avant, on n'a parlé que de coût. Maintenant, je peux te faire la même chose, peut-être sur les revenus. Là, c'est le haut du P&L qui prend un choc. Il y a vraiment plusieurs manières selon lesquelles le CSRD va être une information clé.

C'est un peu ça l'idée. C'est un outil, le CSRD, pour demain avoir une vision très granulaire de ce qui se passe dans le marché en termes d'impact écologique, social, etc. De deux, c'est un peu la manière qui va permettre aussi de forcer les transitions parce qu'une fois que tu es obligé de mettre à plat tous ces éléments-là, l'amende qui vient derrière pour ce que tu ne fais pas assez, elle est facile à quantifier.

Tu as des questions ? Parce que je suis allée dans un long truc.

**C'est hyper intéressant et assez précis, donc c'est très chouette. Je me demandais c'était avec quelle type d'agences que tu as parlé ? Et si tu sentais qu'il y avait un vrai travail derrière pour prendre toutes ces données extra-financières en compte ? Parce que pour l'instant, de mes discussions avec les grosses agences, c'est que c'est plus une mesure d'indication qu'elles complètent sur le côté, mais qui n'impactent pas réellement le credit rating en tant que tel.**

Oui, je n'ai pas trop regardé. Je n'ai pas vraiment vu une note dernièrement et un rapport sur cette note d'une entreprise. J'ai vu pour des gouvernements, mais là, ils se concentrent surtout sur des éléments macro. Il se peut qu'effectivement, n'ayant pas une méthodologie très robuste ou complètement comprise par le marché, qu'ils n'intègrent pas encore cette composante-là, surtout que politiquement parlant, on ne sait pas encore sur quelle transition on est en train d'aller. Donc, sur les bases théoriques, tout ce que j'ai expliqué avant sur les bases théoriques, est-ce que je peux comprendre en compte la CSRD ? Oui, mais la CSRD, ça va peut-être être le moment où cette note va commencer à l'intégrer. Parce que le CSRD, c'est le moment où, en fait, cette donnée va être récupérée de façon cohérente et uniforme, surtout auprès d'énormément d'acteurs du marché.

Là, quand j'ai 50 000 entreprises qui ont rempli des rapports de la même façon, qui ont des données comparables, si je peux extraire tout ça, là, je peux vraiment donner une espèce de hiérarchie de qui se comporte bien, qui se comporte mal, ou qui expose la transition, ou qui ne l'est pas. Donc, je pense que oui, il se peut que leurs outils... Moi, j'ai parlé à ces équipes qui fournissent des outils d'analyse de transition, d'analyse de risque physique. Il se peut que ce ne soit même pas... Je pense que ça me parle, maintenant, qu'ils avaient dit que ce n'était pas encore intégré dans leurs propres entreprises, encore, ces éléments-là. Mais ils les ont produits, ils sont prêts à les intégrer, très probablement. Ils doivent sûrement peut-être te fournir une note alternative avec l'impact ESG en plus, où ils font des spreads. C'est la meilleure manière de travailler. Tu fais un spread, tu dis juste que c'est une marge. Ça ne t'empêche pas... Ça ne te met pas en position de devoir justifier une note entière. Mais non, une marge, tu la prends en compte, tu ne la prends pas en compte en tant que cliente. Tu sais ce que tu veux. Mais je pense que ça, c'est juste une question de temps avant que ça commence à être intégré dans le reste. OK.

**Oui ok je vois merci. C'est quoi pour toi les gros challenges en ce moment pour les agences qui doivent prendre en compte ce genre d'informations dans leurs évaluations des entreprises ? Tu parlais plus tôt de la comparabilité des rapports...**

Aujourd'hui, oui, tu vas avoir une entreprise qui fait ses propres rapports auprès de ses investisseurs. Tu n'as pas vraiment ce côté uniforme. Ensuite, comment essayer de le dire ? L'enjeu, c'est aussi d'avoir des données exploitables, dans un sens. Donc, il faut voir comment va sortir cette information. Mais là, j'ai l'impression que ça va être un format assez tabulaire. On n'a pas encore vu, je pense, la template définitive, mais j'ai vu une directive passer.

**Alors, il y a des entreprises qui ont fait des « pré-rapports » sous le format CSRD, mais on n'a pas encore vu grand-chose. Le souci c'est que la version actuelle sera encore modifiée par la suite pour qu'elle s'adapte aux différents secteurs sur le marché.**

Donc ça, ça va être un peu la chose, c'est que s'il faudrait que ce soit exploitable, ça pourrait quand même ne pas être suffisant, en quelque sorte. Mais je pensais à une chose en termes de rapport, en termes de données. Il y a un truc qui me venait en tête. Je ne sais plus. Ça va me revenir, si tu as une autre question ou autre chose, parce qu'il y avait une petite dimension en plus à ça que ça m'a échappé... Tu as réussi à contacter beaucoup d'agences ?

**Quelques-unes oui. Mais c'est tout de même assez compliqué de rencontrer celles qui dominent le marché. J'ai l'impression que ça reste un sujet assez délicat pour elles avec tous les enjeux du moment...**

Oui, oui. Je suppose que l'enjeu est encore un peu... Enfin, avoir ta thèse si elle dit d'ores et déjà « ah il y aura un impact énorme sur les agences » tu vois. Enfin, ça veut dire que tout le monde doit être paniqué, en fait, en quelque sorte. Enfin, je ne pense pas qu'une agence va te dire aujourd'hui, ah oui, non, mais ça, demain, le jour où ça sort, on l'intègre et on va te punir violemment. Enfin, tu vois, ça donne une anticipation, déjà, sur ce qui va se passer. Donc, si moi, je suis un acteur du marché et que je sais d'avance que le CSRD va... Comment il va impacter les notes, eh bien, je... C'est déjà une info, tu vois. Donc... Donc, il y a sûrement des éléments un petit peu... Enfin, c'est dur d'en parler de façon concrète. Mais voilà. Je pensais à une chose, ça vient de me revenir sur les données. Ça y est. On a parlé beaucoup de climat, là. Mais vraiment, le reste, ça, c'est la partie complexe, mais... Comment est-ce que tu parles de S ou est-ce que tu parles du... Tu vois, du G dans... Après, biodiversité, tu peux facilement te dire OK, réputationnelle, j'ai détruit une espèce ou quelque chose, donc ça, c'est... Enfin... Il pourrait y avoir des amendes. Enfin, on pourrait envisager des pertes assez directes pour ce genre de choses. Mais par exemple, CSRD, je pense qu'il y aura aussi des éléments de sustainability très général. Et par exemple, qu'est-ce que je fais en termes de la valeur ? Enfin, quel impact j'attribue ou quel poids j'attribue au fait que, ah, il n'y a pas 50-50 hommes, enfin, 50-50 femmes dans département X, tu vois. Qu'est-ce qu'on fait ? Ouah, j'ai des employés qui sont néo-nazis. Je veux dire, tu vois, comment est-ce que tu intègres ces trucs-là ? Ça, ça va être...

**C'est plus abstrait, oui.**

Complètement. Et quelque part, mine de rien, c'est intégré dans tous ces rapports, dans toutes ces directives. ESG, le rapport ESG de la EBA pour les banques. Il y a une grosse partie transition, il y a une grosse partie risque physique et puis tu as juste deux templates qualitatifs, gouvernance et social. Et donc, ça aussi, tu vois, encore, c'est... Est-ce que ça va être... Cette partie-là, il y a une... On est en train de mettre en place des trucs assez clairs en termes de... Ok, c'est quoi le risque climatique dans son ensemble ? Tu peux imaginer des impacts par rapport à tout ce qui est physique et... Tout ce qui est biodiversité et environnement en général. Le reste, en gros, le E, ça va, on maîtrise. Le S et le G, ça devient compliqué.

**Oui, je vois ! C'est marrant parce que c'est assez contraire à ce qu'a révélé justement ma littérature et les discussions que j'ai eu c'est qu'historiquement c'est le G qui est pris en**

**compte par ces agences, parce que c'est le facteur qui historiquement était le plus pertinent dans les évaluations du credit risk.**

Ok, ça, c'est intéressant. Mais peut-être parce que le G est facile à vérifier dans un sens que, est-ce que tu as le département qui existe ? Est-ce que tu as la fonction qui existe ? Est-ce que tu as le board member qui est là ? Est-ce que, est-ce que tu as... Donc, ça, on peut cocher des cases, en fait. Ouais, après, je pensais plus au...

**Mais c'est le E qui est le plus à la « mode » si on veut, même parmi les agences, avec tout ce qui se passe autour de nous aussi j'imagine.**

Oui. Ça, ça va coûter de l'argent, quoi. Et donc, plus que... le G si tu ne l'as pas, tu ne peux pas vraiment prendre en compte le E, parce qu'il faut avoir la structure pour que l'information remonte. Les deux vont de pair en fait. Mais dans l'ensemble, le E, c'est un peu l'enjeu pour tout le monde, parce qu'on se dit, mais comment est-ce qu'on va quantifier ça ? Mais non, il y a pas mal de manières. Il y a pas mal de manières et les agents de notation sont en train de les mettre en place.

**Parfait merci pour ton aide !**

[Closing discussion]



**UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN**  
**Louvain School of Management**

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique | [www.uclouvain.be/lsm](http://www.uclouvain.be/lsm)