



HAL
open science

Impact des critères extra-financiers sur la gouvernance des organisations : cas de l'Union Européenne

Gaétan Garcia

► **To cite this version:**

Gaétan Garcia. Impact des critères extra-financiers sur la gouvernance des organisations : cas de l'Union Européenne. Gestion et management. 2022. dumas-03929856

HAL Id: dumas-03929856

<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-03929856>

Submitted on 9 Jan 2023

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

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



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0
International License

Mémoire de de recherche

Impact des critères extra-financiers sur la gouvernance des organisations

Cas de l'Union Européenne

Présenté par : GARCIA Gaétan
Tessi Services

**Date de stage : du 07/06/2022 au
26/08/2022**

Tuteur entreprise : LARIQUE Stéphanie
Tuteur universitaire : BURLACU Radu

Master 1
Master Finance
Spécialité Graduate School of Risk
2021 - 2022

tessi

Avertissement :

Grenoble IAE, au sein de l'Université Grenoble Alpes, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires des candidats aux masters en alternance : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Tenant compte de la confidentialité des informations ayant trait à telle ou telle entreprise, une éventuelle diffusion relève de la seule responsabilité de l'auteur et ne peut être faite sans son accord.

RÉSUMÉ

Les préoccupations inhérentes aux critères extra-financier sont légion. L'un des questions importantes réside dans l'Investissement Socialement Responsable qui est une problématique centrale dans l'avenir des financements dans le monde. Une conciliation des financements et d'un développement soutenable, apparaît comme étant une priorité et une urgence relativement aux mouvements sociétaux et climatiques dans nos sociétés. L'innovation dans les produits ISR devient, dès lors, une potentielle solution à cette crise que nous connaissons à l'échelle mondiale. A l'heure où des institutions telles que l'Union Européenne commence à prendre des mesures concrètes, faisant suite aux problématiques mise en évidence par les différentes crises systémiques que nous avons connus. Il est plus que jamais nécessaire de repenser nos investissements. De sorte, à ce qu'ils puissent s'inscrire dans une orientation de long-terme et financer la transition écologique et le changement de gouvernance des entreprises. Ce mémoire vise à étudier à l'impact des critères extra-financiers sur la gouvernance des organisations. Également il s'attache à traiter de comment les dimensions extra-financières pourraient permettrait de réduire les risques systémiques, tout en permettant un développement soutenable. Le second volet, de notre démarche réside dans l'étude de l'application de ces principes à l'Union Européenne. Ainsi, toute la question est de savoir si une telle implémentation serait le détonateur d'une intégration et d'une gouvernance plus durable au sein de l'Union. Pour appuyer notre démarche, nous prendrons base sur un certain nombre d'études universitaires ; les plus récentes possibles. En outre, en l'état, il n'existe encore que peu d'études dans la littérature ayant établi une telle démarche intellectuelle. C'est pourquoi nous avons intérêt à étudier ces notions entremêlées.

SUMMARY

The concerns inherent in extra-financial criteria are legion. One of the most important issues is Socially Responsible Investment, which is a central issue in the future of financing in the world. A reconciliation of finance and sustainable development appears to be a priority and an emergency concerning the societal and climate movements in our societies. Innovation in SRI products becomes, therefore, a potential solution to this crisis that we are experiencing on a global scale. At a time when institutions such as the European Union are beginning to take concrete measures, following the problems highlighted by the various systemic crises we have experienced. It is more necessary than ever to rethink our investments. So that they can be part of long-term orientation and finance the ecological transition and the change of corporate governance. This thesis aims to study the impact of extra-financial criteria on the governance of organizations. It also aims to address how extra-financial dimensions could reduce systemic risks while allowing for sustainable development. The second part of our approach is to study the application of these principles to the European Union. Thus, the question is to know if such an implementation would be the detonator of a more sustainable integration and governance within the Union. To support our approach, we will base ourselves on a certain number of academic studies; the most recent ones possible. Moreover, as it stands, there are still few studies in the literature that have established such an intellectual approach. This is why it was in our interest to study these intertwined notions.

MOTS CLÉS : Innovation, Investissement Socialement Responsable, Finance Verte ou Responsable, Union Européenne, Intégration, Politiques & Outils.

REMERCIEMENTS

Tout d'abord, je tiens à remercier mon orthophoniste Joelle Bardin, qui m'a suivie depuis neuf années durant ; sans elle, je ne serais pas là aujourd'hui. Les méthodologies de travail, sa bonne humeur, son soutien et sa pédagogie m'ont permis, à force de travail, de surmonter les difficultés liées à ma dyslexie, ma dyslexie et ma dyslexie.

Je tiens également à remercier mes parents pour le soutien qu'ils m'ont apporté tout au long de la rédaction de ce mémoire, ainsi que pour les conseils et le soutien qu'ils m'ont apportés pendant mes années les plus difficiles.

Je tiens également à remercier mon tuteur de mémoire, M. Burlacu Radu, pour sa disponibilité, sa pédagogie, son enthousiasme, ainsi que ses orientations et conseils précieux.

Enfin, je tiens à remercier tous mes amis pour le soutien morale qu'ils m'ont apporté durant l'élaboration et la réalisation de ce mémoire.

SOMMAIRE

INTRODUCTION	7
PARTIE 1 : - REVUE DE LITTERATURE	10
CHAPITRE 1 – REVUE DE LITTERATURE	11
I. Qu’est-ce qui détermine un critère extra-financier ?	11
II. La performance des organisations ou des produits tenant compte des critères extra-financiers est-elle impactée ?	32
III. Une application dans le cadre d’une intégration soutenable au sein de l’UE	45
PARTIE 2 - METHODOLOGIE DE RECHERCHE	61
PARTIE 3 - DISCUSSIONS ET RESULTATS	63
CONCLUSION	69

INTRODUCTION

« *Le changement climatique est un facteur très important dans ce que nous étudions, dans la manière dont nous prenons nos décisions, encadrons nos outils et nos politiques d'investissement* » - Christine Lagarde.

Au travers de ce message fort de la présidente de la Banque Centrale Européenne (Christine Lagarde), on constate les bases des problématiques que connaissent nos sociétés & leur évolution dans le temps d'une manière globale. De plus, son caractère récent – la déclaration des politiques du 22 avril 2022 - démontre la prise de conscience de certaines grandes organisations (ici l'Union Européenne) de l'urgence que la situation écologique suggère, ainsi que des problèmes liés à la gouvernance dans un monde de plus en plus globalisé. En effet, notre système économique est mondialisé, se faisant, il s'articule autour de nombreux acteurs tant privés que publics, insufflant des disparités en termes de fins (profits, biens communs, égalités, etc.). La gouvernance de ces organisations s'en voit par conséquent changeante et fonction des fins qui sont leurs. Le dictionnaire d'économie et de sciences sociales la définit comme un : « *mode de contrôle, d'organisation, de coordination et de régulation s'exerçant au sein d'entités économiques ou géopolitiques complexes plus ou moins étendues. On distingue principalement la gouvernance globale (au niveau de l'économie mondiale), la gouvernance-pays (au niveau des Etats-Nations) et de la gouvernance-entreprise.* » (C-D. Echaudemaison, 2016). Cette définition permet de saisir un peu mieux le champ qui est celui de la gouvernance, ainsi que les différences d'échelles qui lui sont inhérentes. A cet effet, la construction d'un cadre qui lui serait commun dans la prise en considération du développement soutenable et social devra en tenir compte.

Aussi, l'urgence climatique, comme en témoignent les rapports alarmants du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC, organisme coordonné par les Nations unies), estimant une augmentation d'environ 4 degrés Celsius dans les prochaines années (et jusqu'à 6 dans certaines régions), nous engage à une refonte de nos modes de pensée et de fonctionnement, tant sur le plan économique (consommation, mode de production, rapport au profit, etc.) que social (comportement, valeur, traitement, etc.). Dès lors, le vecteur de la finance apparaît à la fois essentiel et représentatif de l'urgence existante. La finance joue un rôle essentiel dans le fonctionnement de nos sociétés, dans le sens où elle permet - en théorie - le financement de « l'économie réelle » via divers outils (crédits, marchés financiers, instruments financiers, etc.). A cet effet, les différentes crises financières que nous avons connues (la crise des *Subprimes* de 2008, la pandémie du COVID-19, etc.) mettent en relief les failles engendrant des défaillances au sein de notre système. Il se dégage qu'il est nécessaire de considérer des critères extra-financiers dans l'évaluation des actifs, afin de se

questionner quant au fonctionnement du système et de tenter d'endiguer les crises. Outre, les crises engendrées par les seules causes systémiques, on a également les problèmes inhérents à l'ingénierie financière d'acteurs peu scrupuleux du marché ; il s'en dégage une rupture entre éthique et finance. On songe ici, aux comportements de *free rider*, d'aléa moral (*moral hazard*) ou encore la spéculation poussée à son paroxysme – avec des asymétries d'information marquées – à l'instar des pyramides de Ponzi imaginées par Bernard Madoff.

A partir de ce constat, il est possible de rendre compte des différents risques systémiques auxquels notre modèle économique a été confronté (ex : les bulles financières entraînant une réaction en chaîne du fait des interrelations existant - dans le système bancaire et financier – entre les institutions et le marché). En outre, nous avons vu que les institutions qui ont permis le « sauvetage » systémiquement de notre modèle étaient principalement les Banques Centrales, par l'utilisation d'outils classiques (et moins classiques) à l'innovation toujours plus grande. C'est ainsi que nous avons pu constater un regain d'intérêt pour les causes environnementales et sociales au sein de la finance. Cela s'explique par le fait que les investissements considérés comme des investissements sociaux et responsables (ISR) sont souvent moins risqués et orientés dans une perspective de long terme et de durabilité. En cela, ces investissements permettent, à la fois, d'éviter les risques systémiques et de s'inscrire dans le développement durable grâce à leur orientation. Par ailleurs, il convient de dire que les innovations et l'évolution de la prise en compte des préoccupations sont souvent la résultante d'une crise financière ou systémique. On pourrait donc se permettre de suggérer que l'évolution du cadre prudentiel et de considération du développement soutenable aurait été un prisme d'évitement de certaines crises.

De la même manière, il convient d'énoncer que les investissements dits ISR s'inscrivent en partie dans le cadre des critères que l'on nomme : environnement, social et gouvernance (ESG). Une question centrale émerge alors, qu'est-ce qui différencie une entreprise considérant des thématiques ESG en son sein d'une autre qui ne le fait pas ? Il importe alors de dire que les investissements ISR s'inscrivent dans une perspective de long terme - selon l'orientation de leurs actions, - mais également, par les principes de bonne gouvernance (traitement juste et équitable des employés, usages de circuits locaux, etc.) dont font preuve ces firmes. Ainsi, cette orientation à long terme et les principes de bonne gouvernance, permettent de générer une stabilité accrue pour ces actifs, en ce que la considération des critères ESG établit in fine un désir de durabilité dans les organisations. Cela permet d'éviter les crises systémiques et d'établir une orientation de développement soutenable en protégeant l'environnement social et climatique. Au demeurant, il reste beaucoup d'incertitudes autour des critères ESG notamment lié au manque de consensus dans ses méthodologies de détermination ou encore de la potentialité de création de bulles financières que l'on dirait verte.

Toutefois, il importe de noter également l'action de différentes instances internationales, avec l'Organisation des Nations Unies (Objectif de développement durable, Pacte Mondiale des Nations Unies), mais également l'UE pionnière dans le domaine - qui tente de créer peu à peu une coordination au sein de ses membres (taxonomie verte, *Sustainable Development Goals*). Néanmoins, la légitimité des mesures innovantes de ces institutions (mise en place d'actions, organisations créées, etc.), et des labels ISR ou de développement durable est questionnée quant à son efficacité. Ceci est vrai tant au niveau des risques systématiques véhiculés par les crises qu'au niveau des aspects environnementaux et sociaux. Alors, à l'heure des limites planétaires et de l'essoufflement de notre systèmes tant financier qu'économique, il convient de tenter d'appréhender un changement de paradigme doux. Nous nous demanderons alors dans quelle mesure les critères extra-financiers influent sur la gouvernance des organisations supranationales et en quoi cela se traduit sur la performance des organisations ?

Pour ce faire, nous réaliserons une revue de littérature en Partie 1 dont la structure sera : premièrement de voir ce qui détermine les critères extra-financier, deuxièmement, de voir comment la performance des organisations ou des produits tenant comptes des critères extra-financiers est impactée et troisièmement, quelle serait son application au sein de l'Union Européenne. Ensuite, dans la Partie 2, nous traiterons de la méthodologie employée ; dans le Partie 3, des résultats et des discussions qui en découlent. Enfin, nous conclurons au Partie 4.

PARTIE 1 :
-
REVUE DE LITTERATURE

CHAPITRE 1 – REVUE DE LITTÉRATURE

I. QU'EST-CE QUI DETERMINE UN CRITERE EXTRA-FINANCIER ?

Dès lors que l'on évoque les critères extra-financiers, de nombreuses idées viennent à l'esprit quant à ce que sont ces critères, sans pouvoir définir précisément ce qu'il en est. Cette incertitude liée à la définition de ces critères est due à la fois à l'absence de consensus dans la littérature et à la multiplicité des indicateurs ou des noms existants (ISR, ESG, finance verte, finance durable, RSE, PRI, etc.). Il est donc opportun de revisiter cette définition afin d'apporter des éclaircissements. De même, étant donné le manque de certitude autour de ceux-ci, et les acteurs qui les véhiculent et les émettent, il importe de revenir sur le rôle et l'action qu'ils ont autour des thématiques qu'ils suscitent. Nous allons donc tenter de définir plus précisément ce que sont les critères extra-financiers, de voir quel est le rôle des labels verts dans la mesure de ces critères, puis nous reviendrons sur le caractère non-consensuel des méthodologies employées au sein des agences de notation.

A. Existe-il une définition précise de ces critères ?

Dans l'optique de saisir convenablement dans quoi s'inscrit la création des critères extra-financiers, il importe de revenir sur le fonctionnement, l'articulation et le fondement idéologique dans lequel nous évoluons. En outre, l'idéologie majoritaire est largement celle que l'on dirait des néoclassiques prenant pour origine l'*Homo economicus* (vision anthropologique de l'agent économique) et le mécanisme du marché libre comme régulateur du marché. Il se dégage alors que dans cette mouvance les marchés fonctionnent correctement lorsque les intérêts individuels et collectifs convergent parfaitement (Smith, 1976). Le libéralisme néoclassique prend l'hypothèse que le marché est tout à fait éthique et neutre au sens social ; il s'agit seulement d'arbitrer entre ce qui me confère le maximum d'utilité et à moindre coût. Ce qui tend vers une situation dite d'optimum (efficience) au sens de Pareto, les marchés seraient alors parfaits. Toutefois, bien souvent, les marchés souffrent d'imperfections endogènes et les desseins des individus et de la société ne sont jamais alignés – parfois opposés ou contradictoires. Cela signifie donc que la solidarité interviendrait après la division au sens parfaite du marché et que l'intervention dans l'environnement concurrentiel de ceux-ci serait nuisible. (Fernández, 2011).

À la lumière de ces éléments contextuels, on peut se demander ce qu'est la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE) et où se situe sa plus-value, sa complémentarité dans un système qui prône la *main invisible* d'Adam Smith comme régulateur. Aussi, la RSE est considérée comme un mécanisme de bien commun au sein des marchés et est largement acceptée ; elle est relayée tant par les entreprises à but lucratif que d'autres organismes. L'orientation de sa définition peut diverger quelque peu, or son

but demeure le même. Nous retiendrons la définition de l'Organisation Internationale du Travail qui la pose comme « *un ensemble d'actions décidées par les entreprises pour que leurs activités aient un impact positif sur la société. Ces entreprises affirment les principes et valeurs qui les régissent tant dans leurs propres méthodes et procédés internes que dans leurs relations avec d'autres acteurs* », il se dégage alors que la RSE constitue en un engagement envers les *stakeholders* (parties prenantes) dans les domaines économique, social et environnemental et faisant preuve de respect pour les valeurs éthiques dans l'objectif de la construction du bien commun. Par ailleurs, il importe de noter que la littérature académique sur l'information non financière (INF) dispose aujourd'hui d'un seuil de maturité certain, ce notamment en lien avec la RSE et des liens existants entre performance financière et extra-financière (Erkens et al. 2015). On en vient à se questionner quant à savoir s'il existe une définition de ce que sont les critères extra-financiers, en ce que dès lors qu'on les évoque, quelques notions nous viennent à l'esprit, à l'instar de : finance verte, finance durable, ISR, finance éthique, etc. Parmi l'ensemble de ces notions, il apparaît qu'en vérité ce que l'on désigne comme finance verte/finance durable convient plutôt du thème que du concept. On peut malgré tout opérer une distinction entre ISR et finance éthique. En revanche, il semble que l'ISR est désormais considéré comme le concept le plus en vogue et accepté, si l'on considère les encours qu'il génère sur les marchés financiers (en France 1 861 milliards d'euros en 2019 d'après (D-L. Arjaliès, et al. 2020) et l'intérêt des institutions envers-lui (C. Revelli, 2013). L'ISR devient alors un concept central, qu'il importe de décrypter.

Partant, il convient de revenir sur ce concept largement utilisé et relayé au sein de la littérature. L'ISR tient son origine dans la finance responsable. Une finance qui vise la rentabilité financière ainsi qu'un impact environnemental, social ou sociétal positif. De plus, l'ISR est apparu au XVIIIème siècle, initialement associé à un mouvement philanthropique religieux d'une communauté anglo-saxonne, le mouvement de la « Société religieuse des Amis » dont les membres sont appelés *quakers*. A l'origine, il était question d'un mouvement s'étant développé autour de l'éthique à dessein de lutter contre : l'esclavage, la vente d'armes, la lutte contre la consommation d'alcool, l'émergence des droits de la femme ou encore de la préservation de l'environnement. L'ISR était alors fonction de convictions religieuses d'investisseurs individuels, avant de compléter l'activisme actionnarial du milieu du XXème, c'est-à-dire que petit à petit la logique exclusive ayant pour base de religieux principes, s'inscrit petit à petit sur des convictions politiques. On parle de contestation passant par le pouvoir décisionnel influera sur les décisions & la gouvernance des entreprises. Aujourd'hui, l'ISR a conservé ses principes éthiques et n'est plus lié à la religion mais plutôt à l'économie de manière générale. Par ailleurs, comme nous l'avons vu précédemment, la finance responsable - par extension l'ISR - s'est développée dans un contexte de crises récurrentes des marchés financiers (Cuénoud, T. Vie & Sciences de l'entreprise n°13, 2013, 13 à 32). C'est pourquoi il est encore difficile d'obtenir un consensus sur son nom et les secteurs

qui la composent (C. De Brito et al., 2005). De la même manière, la hausse de l'intégration de fonds de pension activistes au sein des conseils d'administration (ABP aux Pays-Bas, CalPERS aux Etats-Unis, etc.) a engendré le développement de l'ISR suggérant une intégration et une implantation toujours plus grande au sein des marchés financiers. Il importe de rappeler que l'ancrage marqué de l'ISR au sein des concepts de RSE et développement durable (DD) a fait évoluer les concepts de l'ISR – jusqu'à sa forme moderne – qui tient compte de l'ensemble des parties-prenantes ; on passe d'un activisme prenant racine sur les *shareholders* (actionnaires) aux *stakeholders*.

Par ailleurs, comme base de raisonnement, nous pouvons dans un premier temps utiliser la définition donnée par le ministre français de l'économie : « *La démarche d'Investissement Socialement Responsable (ISR) est en quelque sorte une application du concept de développement durable au domaine de l'investissement financier. Elle consiste à choisir d'investir dans des entreprises qui prennent en compte dans leur modèle de développement des notions non seulement financières mais aussi sociales et environnementales* ».

Il faut donc décomposer la finance responsable - considérée comme une sous-composante de la finance traditionnelle (dans le sens où, même si les modalités d'allocation sont différentes, c'est bien l'épargne qui finance les projets) - pour comprendre ce qu'est l'ISR. *In fine*, elle se divise en deux composantes : la finance solidaire (où la finalité de l'activité de l'entreprise financée est d'être solidaire - sans réelle recherche de rentabilité) ; puis la finance éthique (où les pratiques de l'entreprise financée sont éthiques mais pas forcément sa finalité), (Cuénoud, T. Vie & Sciences de l'entreprise n°13, 2013, 13 à 32). A partir de ce principe, il s'agit bien d'un choix que l'on peut qualifier de sociétal et engagé sur le sens à donner à son épargne. Il reste de nombreuses zones d'ombre et de débats autour de l'ISR ; il est rappelé qu'il n'existe pas de réel consensus. Aussi, il s'agit d'un choix que l'on peut qualifier de sociétal et engagé sur le sens à donner à son épargne. Compte tenu de ces éléments, on peut se demander pourquoi on utilise le terme d'investissement socialement responsable plutôt que celui seul de finance éthique. C'est en effet la première source de débat. Dans la littérature, il est largement admis que l'ISR trouve son origine dans l'appellation d'investissement éthique. Il pourrait également être assimilé au terme de moralité, qui a un sens plus universel que l'éthique d'une personne. En effet, la morale touche aux notions de normes et de ce qui doit être respecté pour faire le « bien », alors que l'éthique s'intéresse davantage au libre arbitre des individus tout en intégrant des valeurs dites « morales ». S'agit-il alors de respecter des normes & valeurs préalablement établies ? Ou que l'investisseur opère selon son discernement à investir dans ce qu'il considère comme étant « positif ou négatif » ? Christophe Revelli (C. Revelli, 2012), après avoir mis en évidence cette problématique, apporte une réponse. En soulignant qu'au sein de l'ISR, chaque investisseur a ses idéaux, il met en évidence le fait qu'il serait pertinent de parler d'investissement éthique. Tout simplement parce que

chaque individu s'approprié à sa manière les valeurs morales qui constituent la société. Cependant, on peut également dire que l'investissement éthique peut être considéré comme faisant partie, *ceteris paribus*, de l'investissement moral car il englobe des décisions d'investissement dites *sui generis* (C. Revelli, 2012). Enfin, on peut dire qu'il serait théoriquement possible d'utiliser les termes d'investissement éthique ainsi que d'investissement socialement responsable. Cependant, pour éviter la confusion souvent faite entre éthique, morale et religion et l'effet réducteur de cette dernière (exclusion des secteurs d'activité dits « pécheurs » ou *sin stocks* tels que l'alcool, le tabac, la pornographie, les armes et l'industrie du jeu), il est préférable d'utiliser le terme « Investissement socialement responsable », celui-ci prend en compte l'ensemble des problématiques auxquelles nous devons faire face (développement durable, actions sociales, etc.). Il semble donc davantage pertinent de parler d'ISR plutôt que de finance éthique, morale ou verte, en ce que son côté agrégateur permet d'éviter certaines confusions induites par les autres appellations.

Selon ce principe, il devient possible de distinguer trois éléments qui composent l'ISR, sur lesquels la littérature semble s'accorder. Dans la pratique, nous trouverons des méthodes de dépistage. Ici, au sein de ce *screening* (filtrage), deux grandes tendances se dégagent. La première est le *screening* négatif, dans le sens où il se base sur des critères d'exclusion traditionnels (alcool, tabac, etc.), mais aussi sur les problématiques auxquelles nous sommes confrontés (protection de l'environnement, protection des enfants, des travailleurs, etc.). Ainsi, la principale différence entre un dépistage négatif et un dépistage positif est le résultat de la méthode dite d'exclusion. De plus, même si ces critères sont attachés à des normes, ils sont pondérés en fonction de ce que chaque investisseur peut définir comme exclusif ou non. Le *screening* positif, quant à lui, est basé sur la sélection et l'inclusion de critères basés sur des critères ESG. L'approche change donc et est plus constructive et inclusive. La notation sera donc le résultat de l'ESG, à savoir : la protection de l'environnement, le domaine social et l'application d'une gouvernance participative (C. Revelli, 2012). En somme, on a l'opposition entre une approche exclusive et une approche inclusive. En cela, au sein des portefeuilles de gestion, les entreprises bénéficiant des « meilleurs notes » résultant des *scorings* (attribution de note/ score) des analyses sociétales seront à intégrer ; c'est ce que l'on nomme l'approche *Best-in-Class* ou « meilleurs de la classe » en français. Il est donc une distinction pouvant être réalisée entre l'ESG et les approches plus radicales - et moins intégratives - *Best-in-Class* ou *Best-effort*. On pourrait expliquer cette distinction de par l'idée qu'en l'absence d'un cadre consensuel les critères ESG peuvent tantôt être radicaux, tantôt l'être très peu ; c'est chose qui est laissée à l'appréciation et la sensibilité de l'investisseur. Partant, l'opposition méthodologique existantes entre *screening* négatif et *screening* positif induira des disparités en termes de composition des fonds ISR. Il apparaît que les fonds employant ces méthodes auront un champ d'investissement réduit par la considération des critères extra-financiers.

Or, l'approche négative demeure plus restrictive et offrant moins de possibilités de choix de titres (C. Revelli, 2013). La Figure 1, en est une illustration.

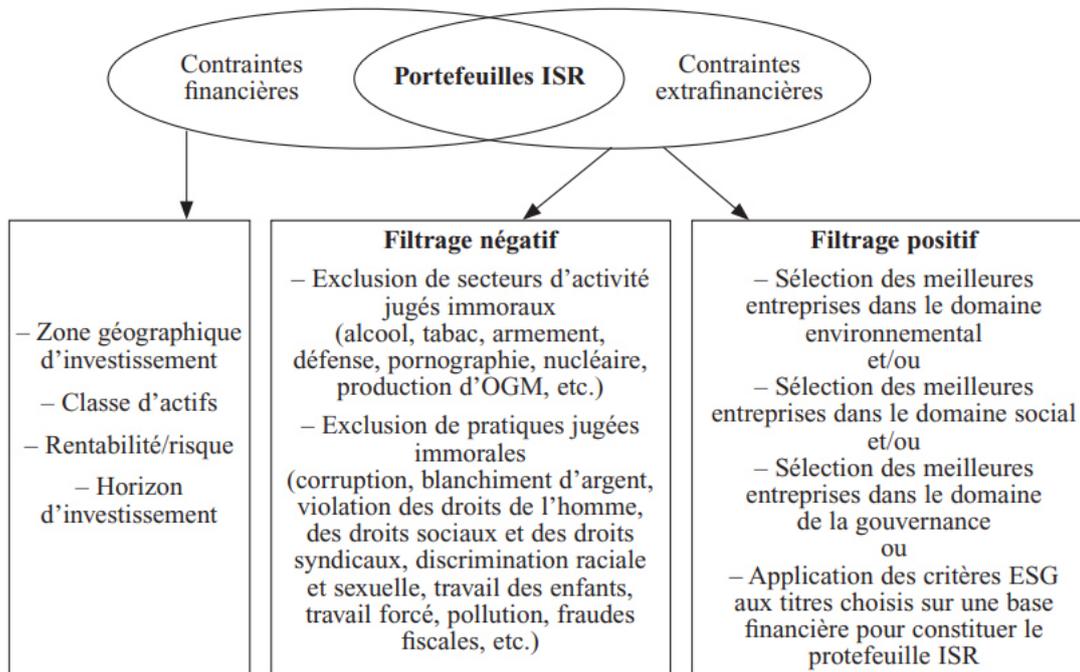


Figure 1 : L'ISR au carrefour des contraintes financières et extra-financières (C. Revelli, 2013)

Par ailleurs, il est notable de dire que la différence de méthodologie employée par les fonds diffère selon les zones géographiques. De ce fait, l'approche exclusive (filtrage négatif) est davantage répandue aux Etats-Unis, en ce qu'il s'agit du vaisseau originel d'où à émerger l'ISR, *de facto*, son héritage prenant pour source l'approche morale et religieuse était basé sur l'approche exclusive. Elle est donc plus développée aux Etats-Unis qu'en Europe.

Les critères ESG semble donc avoir pour objectif de favoriser le passage d'un ISR de niche à un ISR grand public (O. Azoulay et V. Zeller, 2006). Il s'agit donc ici d'intégrer les critères ESG dans les stratégies d'investissement des sociétés de gestion de fonds et dans le cadre de l'analyse financière traditionnelle. En bref, il s'agit d'exclure d'emblée certaines entreprises des investissements, puis de pousser les entreprises du portefeuille de l'investisseur à s'améliorer sur d'autres critères ESG (C. Revelli, 2012). Ainsi, les critères ESG sont – à l'instar de ISR – absent de toutes réglementation. On a seulement un champ qui est le leur, que l'on pourrait définir comme suit (P. Crifo, & N.Mottis, 2013). La dimension environnementale traite de la considération au sein du processus tant de production que de distribution des produits, de pratique de développement durable, on aura donc des choses telles que : le contrôle de la pollution, la protection de l'eau, la préservation de la biodiversité, la gestion des déchets, la gestion de la pollution locale, la gestion des impacts environnementaux de la chaîne de production, etc. A l'égard, de la dimension sociale, il s'agit ici de convenir de tout ce qui a trait à

l'innovation en matière de ressources humaines (qualité de travail, participation des salariés, formation, etc.), il est également l'aspect relatif à l'intérêt général et local, soit le respect des droits de l'homme, favoriser les circuits locaux, etc. La dimension de gouvernance réside quant à elle, aux pratiques liées à l'actionnariat (indépendance du conseil, transparence, respect du droit, etc.) ; on peut aussi noter le comportement relativement aux parties-prenantes, donc le marché vis-à-vis des clients et des fournisseurs (prévention des conflits d'intérêts, des pratiques de corruption, comportement anticoncurrentielles, sécurité, désinformations, diffusion de bonnes pratiques dans l'ensemble de la chaîne de valeur en amont et en aval du processus).

D'autre part, il est important de revenir sur la notion d'activisme actionnarial. Ici, la relation « actionnaire/dirigeant » est au cœur de cette approche. L'actionnaire va user de son influence pour tenter d'influencer la direction de l'entreprise - via les droits de vote, le dépôt de résolutions lors des assemblées générales, etc. Aussi, cet activisme s'inscrirait dans le cadre de l'ISR, dans la mesure où il permet d'inculquer le respect des exigences du développement durable, ou d'aboutir à des relations plus éthiques entre actionnaires et dirigeants. En effet, en parallèle du développement de la RSE en Amérique du nord et de la théorie des parties prenantes, commence à germer un nouveau paradigme s'articulant autour des valeurs économiques, sociales et écologique ; celui-ci est intitulé le DD. Il devient alors possible de respecter les normes de la RSE (Responsabilité Sociale des Entreprises), à travers le *triple bottom line* (*People, Profit, Planet*) comme mot d'ordre de gouvernance. Il est ici question de trois piliers, les « 3P » *Profit* (économique), *People* (social), *Planet* (environnement) qui seront à concilier dans une RSE plus managérielle couplée avec l'émergence des premiers cadres et référentiels de *reporting* volontaire de RSE. Par ailleurs, l'on peut ajouter au « 3P » le principe de « Gouvernance », on entend là un principe de « gouvernance mondiale » étant le fruit des scandales comptables du début des années 2000 (Vivendi, Universal, Worldcom, etc.) ayant provoqué une remise en cause de la gouvernance et de ses principes au sein de la communauté financière. Il s'agissait alors de permettre aux institutions supranationales (ONU, UE, etc.) de coordonner leurs efforts et leurs cadres référentiels afin de répondre aux besoins et à l'urgence du DD ; après quoi, ce thème de la gouvernance s'est élargi à des échelles plus locales telles que les Etats ou les entreprises. *Corporate governance* devient alors le quatrième pilier venant compléter les « 3P » de la RSE insufflant l'idée d'un *quadruple bottom line* ou « quadriptyque » de la RSE (C. Reveli, 2013). Dans cet activisme, il y a un autre volet. On parle d'activisme des actionnaires et d'activisme des parties prenantes (C. Revelli, 2012). Il y aura donc deux processus, le premier consistant en un « dialogue actionnarial » et le second en une expression des parties prenantes (avec souvent le développement d'une relation conflictuelle à court terme). On peut donc dire que l'activisme actionnarial fait partie du concept de gouvernance d'entreprise (C. Revelli, 2012). A la lumière de ces éléments, il convient donc de préciser que l'activisme

actionnarial s'effectue en amont de la « bonne gouvernance » et inversement avec le processus d'activisme qui se situe en aval (C. Revelli, 2012). L'activisme actionnarial apparaît donc très important, car les méthodologies des fonds ISR incluent systématiquement les « pratiques de gouvernance d'entreprise » (Novethic).

Enfin, il est important d'aborder la gouvernance et le cadre de l'ISR, les Principes pour l'Investissement Responsable (PRI) lancés par les Nations Unies (ONU), dans le but que les entreprises financières prennent davantage en compte les critères ESG ; permettre aux entreprises financières d'améliorer la performance de leurs investissements à long terme (réduire les risques, mieux répondre aux attentes financières et extra-financières). Concrètement, ces PRI (cf : Figure 2) se traduisent par six engagements (J. Peillex et B. Comyns, 2020) :

1. Prendre en compte les questions ESG dans l'analyse des investissements et le processus de décision ;
2. Être des investisseurs actifs en prenant en compte les enjeux ESG dans les politiques d'actionnariat ;
3. Exiger des entités dans lesquelles les investissements seront réalisés qu'elles publient des informations sur la nature ESG ;
4. Promouvoir l'acceptation de l'application des PRI auprès des acteurs de la gestion d'actifs ;
5. Collaborer pour améliorer conjointement l'efficacité des PRI dans leur application ;
6. Rendre compte individuellement de l'application des PRI dans l'entreprise et des progrès réalisés.

1. We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.
2. We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.
3. We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.
4. We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.
5. We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.
6. We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.

Source: UN PRIs (2015)

Figure 2 : The Principle for Responsible Investment (J. Peillex et B. Comyns, 2020)

Après avoir établi ses différents cadres, il est maintenant possible de définir, selon la définition de L. Renneboog et al. (2008, p.1723) largement acceptée dans la littérature scientifique que : « *L'ISR applique, contrairement aux investissements conventionnels, un ensemble de filtres d'investissement pour sélectionner ou exclure des actifs en fonction de critères écologiques, sociaux, de gouvernance*

d'entreprise ou d'éthique, et s'engage également dans la communauté locale et l'activisme actionnarial ». A titre informatif, parce qu'il est compliqué de déterminer le nombre d'encours que représente l'ISR de par la multiplicité des méthodologies, à l'international elle représenterait : 30 683 milliards de dollars en 2018, contre 22 890 en 2016 et 18 276 en 2014 (GSIA, 2019) ; il semble que ce soit un secteur en expansion. On constate donc que les prérogatives de l'ISR sont plurielles, et ne sont pas sans poser problème, notamment dans l'absence de consensus dans la détermination des critères extra-financiers - malgré la présence d'indicateurs reconnus comme les critères ESG ou les PRI ; il n'est pas encore de méthodologie précises les concernant. En somme, le mot d'ordres autour tant de l'ISR, que des critères ESG, que des PRI est : hétérogénéité. L'ISR a su évoluer au fil des âges et sa mutation a été fonction des concepts de RSE et de DD, la chose dont on a la certitude absolue c'est bien qu'il y est du flou autour, tant de l'ISR, que des critères ESG, que des PRI ; l'ISR existe et est pleinement intégré sous sa forme multiforme aux marchés financiers (C. Revelli, 2013). En outre, il n'existe pas de réel cadre référentiel pour l'heure. A cet égard, on peut se demander ce qui est comme acteur légitimant et gageant d'une qualité extra-financière. Les labels verts apparaissent pertinents comme premier objet d'étude, de par la visibilité qu'ils suggèrent. Ce sera l'objet de notre prochaine sous-partie.

B. Les labels verts comme mesure de la qualité extra-financière des organisations ?

Lorsque l'on évoque les investissements socialement responsables, on se demande souvent ce qui distingue concrètement les produits qui les composent de la finance classique. Pourtant, il s'agit bien d'une question d'innovation. Il apparaît, de fait, que l'innovation réside principalement dans les méthodes et l'orientation des investisseurs socialement responsables. Depuis le début des années 2000, les deux acteurs qui s'appliquent à mesurer et à quantifier sont Novethic pour l'ISR et Fiansol pour la finance sociale. Novethic a démontré que dans le vaste panorama des labels présents en Europe, plus d'une centaine de labels supplémentaires avaient été attribués - nous approchons maintenant des 1000 labels attribués jusqu'à la fin du trimestre avec des actifs dépassant les 300 milliards d'euros (P. Naszályi, 2020). Nous sommes donc dans un contexte de labialisation de masse, qui souffre néanmoins d'un cruel manque d'homogénéité. En totalité, en la présente, on a de plus en plus de produits financiers qui se dotent d'une appellation, certification éco-responsable, il apparaît alors assez ardu de savoir s'il est question de réel labels verts ou éco-responsable ou alors s'il s'agit de *greenwashing*. Au demeurant, la multiplicité des labels et le caractère non-consensuel des méthodologies employées revêt une problématique centrale, à l'instar de ce que l'on a vu autour du cadre de l'ISR ou des critères ESG. En cela, tentons de revenir à ce qui fait les labels.

En guise de contexte général, nous prendrons l'exemple français. En effet, l'on observe une hausse progressive des encours que l'on dirait labélisés ISR de 2010 à 2018 ; suite de quoi, on a une

augmentation exponentielle de cette labélisation, à partir de 2019. Ici, il se dégage que la pandémie de SARS-CoV2, a accéléré la prise de conscience lié à l'urgence climatique et écologique. De ce point de vue, cette hausse s'inscrit assez bien dans les éléments que l'on a vu plus haut, à propos de la propension des agents à considérer les urgences en situation de crise. Par ailleurs, il importe de mettre en relief qu'en 2021 on a vu un passage de fonds non-ISR en fonds ISR, ce qui représente environ 579 milliards d'euros. Ces sommes étant importantes, on peut se questionner quant au relatif intérêt de la labélisation verte et si celle-ci est réellement représentative d'une économie durable.

Avant toute chose, il est primordial de revenir en général sur la notion de label vert, avant d'en détailler les existant. Ainsi, on peut estimer que le processus de création autour des labels verts est encore en cours, cela signifie que les marchés débutent seulement à y être accoutumés ; il n'est guère encore réellement de normes, bien que certains aient plus de renom que d'autres. Par ailleurs, la chose dont on est certain est que l'émergence de ces organes répond aux attentes du marché (investisseurs et parties-prenantes) en matière de DD. On peut malgré tout estimer qu'il est une part de ceux-ci ayant été créés par idéologie (inscription au sein du DD) et d'autres par opportunisme (possibilité de créer de la valeur). De ce principe, chaque label dispose de sa méthodologie inhérente à sa sensibilité en ce qui traite du DD et sa valorisation, certains se concentrent sur des aspects sociaux, quand d'autres se situent sur des aspects environnementaux. Cela nous amène à dire, que selon les zones géographiques voire les états, il sera des disparités en termes de vision du développement soutenable. La pluralité de ces indicateurs est problématique pour les investisseurs, dans le sens où elle provoque un manque de la confusion, par rapport aux critères extra-financiers. En outre, les critères régissant les labels verts sont disponibles sur les sites des émetteurs ; or, il est parfois question de notions assez creuses et larges. On peut tout de même admettre, qu'il existe quatre types de méthodologies, représentées par la même les fonds ISR. Certaines de ces méthodologies reprennent le cadre posé autour de l'ISR et des critères ESG.

En premier lieu, on a alors l'analyse *Best-in-Class*, meilleur de la classe ou analyse multi-secteur comme dit plus haut, il est simplement question de sélectionner les entreprises disposant des meilleures performances dites ESG. La problématique ici réside, en ce que l'ensemble des activités sont présentes dans ce modèle-ci. Il devient dès lors possible d'énoncer qu'advient des dérives où certaines entreprises sont sélectionnées parce qu'elles sont les « meilleurs » de leur classe, alors qu'en fait elles sont les moins pires (cas : d'Amazon, Total, etc.).

En deuxième lieu, on a la méthode d'exclusion, que l'on a décrite plus haut. Pour rappel, ici, on écarte simplement certains champs d'activités du portefeuille, à titre d'exemple on a : le travail des enfants, l'industrie du sexe, le tabac, etc. C'est cette méthode que le label français GreeFin a choisi d'employer.

En troisième lieu, on a l'analyse *Best-in-Universe*, dont l'objectif est d'investir au sein de structures respectant au maximum les critères ESG, en occultant le reste. En d'autres termes ont exclu toutes formes de firmes non-vertueuses ; il y aurait alors en théorie, seules les entreprises les plus vertueuses à l'intérieur du portefeuille du fond. Toutefois, le flou et l'hétérogénéité gravitant autour des critères ESG rend complexe l'appréciation de cette méthode et les dérives pouvant en résulter.

En quatrième lieu, on a l'approche que l'on qualifierait de thématique. En outre, il s'agit ici de se concentrer sur trois thématiques prédéfinies à l'avance : la thématique environnementale, la thématique sociale et enfin la thématique multithématique. La nuance ici réside, à l'égard du fait que les deux premiers types sont focus seulement sur leur thématique, quand la dernière les réunit toutes deux.

L'émergence des labels ISR s'étant développés en France depuis ces dernières années (CIES, AFG-FIR-Eurosif, Novethic, Afnor) démontre la dynamique favorisant le développement tant de l'ISR que de ces labels, de surcroît le développement peut s'étendre plus aisément à toutes les classes d'actifs. Au travers, d'un développement *mainstream* et par la transparence et la pédagogie en résultant (P. Crifo, & N. Mottis, 2013). Par ailleurs, les labels verts sont essentiellement le reflet des sociétés de gestion que celui des investisseurs particuliers, c'est-à-dire qu'ils ne s'appuient pas sur les réseaux des banques et assurances distribuant ces produits ISR pour en faire un axe de différenciation concurrentiel ; cette affirmation est toujours juste malgré l'élargissement de ces labels au cadre institutionnel. Ce contexte autour de l'ISR encourage la certification verte pour les labels, qui devient presque une nécessité. Partant, la volonté des fonds d'obtenir une labélisation pourrait être montrée sur plusieurs primes, le premier étant stratégique et commercial ; il semblerait étrange que les *mangers* de fonds est soudainement construit des scrupules à propos de l'environnement et/ou du social. Par ailleurs, malgré cette adaptation quelquefois intéressée, il n'en demeure pas moins que la gestion afférente à ces fonds se doit d'être adaptée – au risque d'une moindre compétitivité. Pareillement, la considération grandissante par les pouvoirs publics des thématiques extra-financières, encourage derechef les gestionnaires à s'adapter dès maintenant à développer des stratégies autour des critères ESG à dessein de favoriser le développement soutenable ; au risque d'être complètement dépassé par les facteurs émergents.

Il convient de revenir plus en détail sur la question des labels attribués aux fonds ISR. Comme mentionné plus haut, on constate une augmentation constante du nombre de fonds obtenant un label dans le cadre de l'ISR - cela représentait 326 milliards d'actifs à la fin du premier trimestre 2020, pour 935 fonds labellisés (P. Naszalyi, 2020). Nonobstant, plusieurs labels n'utilisent pas forcément la même méthodologie, ni les méthodes d'attribution (on entend par là qui les accorde). Aussi, on peut tout d'abord noter le *Towards Sustainability*, qui est le standard belge et qui a occupé la deuxième place en

2020 (P. Naszalyi, 2020), concentrant 355 fonds pour 168 milliards d'euros d'actifs, applique une méthodologie indépendante, visant à : « rassurer les investisseurs potentiels sur le fait que le produit financier est géré dans une optique de durabilité et n'est pas exposé à des pratiques hautement non durables, sans que les investisseurs aient à effectuer eux-mêmes une analyse détaillée » selon la *Central Labelling Agency (CLA)* ; une association sans but lucratif, dont l'objectif est d'élargir le contenu de l'épargne en investissement durable. Sa méthodologie comprend de nombreuses stratégies ESG, un filtrage normatif (positif), une sélection des meilleures entreprises, un engagement des entreprises et une action des actionnaires, etc. Nous avons là une véritable dimension dont la finalité serait d'étendre la norme de qualité à la finance traditionnelle. Sans oublier les autres labels qui peuvent exister et qui, bien que dynamiques, ont moins d'actions. Il s'agit notamment du label ESG luxembourgeois LuxFLAG (cf: Annexe 1), du FNG-Siegel (Allemagne, Autriche et Suisse), du *Umweltzeichen* (écolabel du ministère autrichien) et du Nordic Swan. Il est possible de dire que plusieurs fonds tentent d'obtenir un double, voire une triple labélisation, (P. Naszalyi, 2020). Cela traduit une volonté de s'intégrer le plus possible dans une forme de consensus et de légitimité auprès du public. La *CLA* propose une cartographie des labels verts & soutenable dans le cadre de l'UE, dans son rapport du 31 Mai 2021 (T. Van den Berghe, & al. 2021).

Appliquons à faire un focus sur le label GreenFin français. Il importe d'y appliquer un focus car il fut créé *de facto* avec la Cop21, il a été le premier label vert décerné par un Etat. Il s'agit d'un nouveau label qui remplace l'ancien qui était : « Transition énergétique et écologique pour le climat » (TEEC), il a été créé par le ministère de l'économie en 2015 et compte 82 fonds avec 31 milliards d'actifs (chiffres du 03/06/2022). Il est important de dire que l'objectif clair de ce label est de mobiliser l'épargne au profit de la transition énergétique et écologique, selon le site du ministère français de l'économie, il a pour but de servir le bien commun à l'aide de transparentes et durables pratiques. Le label GreenFin ayant un focus assez marqué sur la transition énergétique, les fonds prétendant y souscrire doivent impérativement disposer d'un impact positif au niveau de la transition énergétique et écologique (favorisation des énergies renouvelables, passage d'énergies fossiles à vertes, etc.). Il est intéressant de voir ici que ce label appartient aux pouvoirs publics français. Or, ses orientations sont prises par le comité, qui est composé de toutes les parties prenantes (y compris les associations de consommateurs). De même, le label est délivré par plusieurs *labellisateurs* (il y a donc une forme d'indépendance), soit à ce jour : Novethic, EY France, et Afnor. Au sein des critères du label, il y aura une partie dédiée à l'écologie avec l'établissement d'une nomenclature des activités éligibles au financement (énergie, bâtiment, gestion des déchets, industrie, transport propre, agriculture, etc.), mais aussi d'exclusion. Nous avons la présence de critères ESG, une exigence de transparence dans la gestion financière ou encore des mesures de l'impact de la transition énergétique et écologique. Enfin,

il y a une obligation de *reporting* dans au moins un de ces quatre domaines, à savoir : le changement climatique, l'eau, les ressources naturelles et la biodiversité.

Etablissons un détail plus important des critères et du processus de labélisation de GreenFin. A l'image des labels verts existants à travers le monde, GreenFin, a défini un processus et une caractérisation, qui lui est propre, elle aspire à refléter la vision et les exigences du Gouvernement français en matière de critères extra-financiers et par extension de finance verte ; celle-ci repose sur quatre axes : la part verte, l'exclusion, les critères ESG, l'impact sur la transition énergétique.

La part verte, se propose d'établir une nomenclature d'activités éligibles au financement labellisé GreenFin. Il s'agit de huit types d'activités : l'énergie, le bâtiment, la gestion des déchets et le contrôle de la pollution, l'industrie, le transport propre, les technologies de l'information et de la communication, l'agriculture et les forêts, l'adaptation au changement climatique. En outre, les fonds tentant d'obtenir la labélisation GreenFin devront consacrer une partie conséquente de leur participation à ces activités. A cet effet, on retrouvera trois catégories nommées par GreenFin :

- La catégorie 1 : les entreprises réalisant plus de 50% de leur chiffre d'affaires (CA) dans une activité éco-responsable (les 8 activités énoncées plus haut) ;
- La catégorie 2 : les entreprises réalisant 10 à 50% de leur CA dans les activités éco-responsable ;
- La catégorie 3 : les entreprises réalisant moins de 10% de leurs chiffres d'affaires dans une activité éco-responsable.

De plus, si d'aventure les labels disposant d'une cotation sur les places financières, le label accorde différemment les 3 types de catégories aux fonds. On peut également souligner le fait, que la méthodologie concernant les fonds obligatoires n'est pas tout à fait la même. En outre, au sein du label GreenFin une obligation verte (*Green bond*) est considérée comme tel, sous couvert de trois conditions : respect des *Green Bond Principles (GBP)* de l'*International Capital Market Association (ICMA)*, le financement de projets étant relatif à la nomenclature des huit, le non-financement d'activités exclues. Aussi, dans la mesure où le fond détient 75% d'obligations considérés comme verte selon GreenFin celui-ci pourra prétendre à une labélisation. Le ministère de l'économie française a produit une figure dans laquelle ces principes sont résumés, ci-après : (cf : Figure 3)

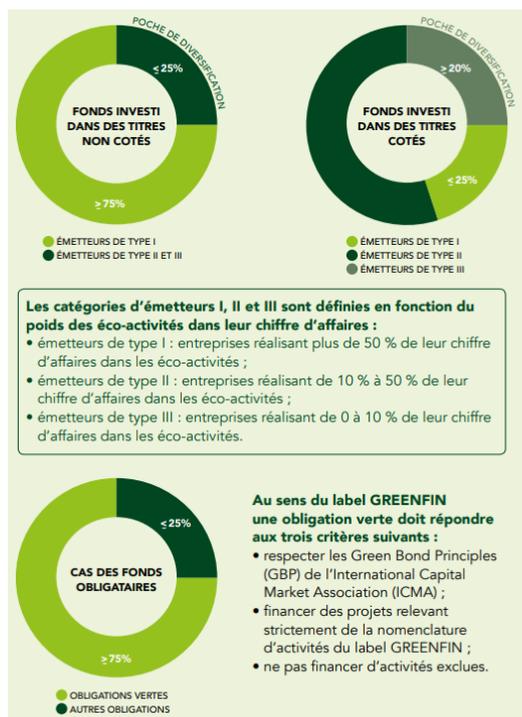


Figure 3 : Seuils d'Allocation des Portefeuilles entre les Différentes Poches d'Investissement.¹

Le deuxième axe, repose sur l'exclusion, on n'est donc dans une méthodologie historique de détermination d'un fond ISR. Ici, à l'instar de ce que nous avons expliqué dans le I.A) le label viendra exclure ce qu'il estime être contraire à ses principes - la transition énergétique dans le cas de GreenFin. Le label opérera donc à une exclusion méthodique des firmes ayant une activité comprenant : l'exploration-production et l'exploitation de combustibles fossiles, ainsi que l'ensemble de la filière nucléaire. Il est également question d'exclusion partielle ; les sociétés y seront exclues si plus d'un tiers de leur CA est consacré à des sociétés de : distribution, transport et production d'équipement de services, les centres de stockage et d'enfouissement sans capture de GES, l'incinération sans récupération d'énergie, l'efficacité énergétique pour les sources d'énergies non-renouvelables et les économies d'énergies liées à l'optimisation de l'extraction, du transport et de la production d'électricité à partir de combustibles fossiles, enfin l'exploitation forestière (sauf si bien gérée) et l'agriculture sur tourbière.

Le troisième axe, réside dans la considération de critère ESG dans la construction, ainsi que la gestion des portefeuilles des fonds. En cela, les fonds candidatant à la labélisation GreenFin devront accomplir une veille active en matière de critères ESG, pour cela, il s'agira de décrire leur processus de veille et de gestion des controverses ESG et les moyens mobilisés. Dans cette mesure, si des sociétés venaient à être exclues, elles devraient fournir un document décrivant les entreprises ayant été exclues – cas d'une controverse avérée – avec une liste des entreprises sous-pondérées dans le

¹ https://www.ecologie.gouv.fr/sites/default/files/Label%20Greenfin_plaquette%20pr%C3%A9sentation.pdf

portefeuille à cause d'une controverse ESG. Aussi, dans le cadre de la gestion de son portefeuille, le fonds devra respecter les exigences et des règles en matière de transparences. Il est question d'une utilisation non-abusive des instruments financiers dérivés à dessein que la structure du fonds n'en soit pas déstabilisée ; le cas échéant, il faudra justifier pourquoi il en a été fait un usage abusif. De la même façon, le taux de rotation du portefeuille d'un fonds est calculé, selon le principe suivant : moitié de la somme des achats et des ventes en capitaux des 12 derniers mois / moyenne de l'actif net sur la période. Dans la mesure où ce taux serait supérieur à 2 le fonds se verrait dans l'obligation d'apporter une justification auprès du label (ce critère ne s'appliquant pas aux fonds de capital-investissement ni aux fonds en création).

Le quatrième axe est quant à lui centré sur l'impact positif sur la transition énergétique et écologique que les fonds devraient induire. Au sein de cet axe, il faudrait que le fond soit en capacité de témoigner de la contribution qu'il confère, en ce qui traite de la transition énergétique et écologique. Pour se faire, il lui doit apprécier et justifier de sa méthodologie de valorisation et d'évaluation auprès du label ; il lui est cependant possible de faire appel à des tiers spécialistes (agences de notation : Afnor, Novethic, etc.). *In fine*, il doit prouver son implication positive (*reporting*), dans l'une quelconque des quatre catégories suivantes : la lutte contre le changement climatique, la gestion de l'eau, la préservation des ressources naturelles et le respect de la biodiversité.

Enfin, à propos du processus de labellisation, il importe de dire que la démarche s'effectue à la demande du fonds. Le cas échéant, il lui faudra s'adresser à l'un des trois organismes *labellisateurs* évoqués plus haut, à savoir : EY France, Novethic, Afnor Certification. La première étape du processus réside alors dans une étude afin de déterminer si le fonds est bel et bien éligible à la labellisation. Dans la mesure où c'est possible, il y aura la rédaction d'un accord par écrit, puis un audit sera réalisé avec la pleine et entière coopération du fonds (c'est le fonds qui fournit la documentation nécessaire à l'audit). Le *labellisateur* examinera alors le fonds & son activité, pour déterminer s'il respecte l'ensemble des critères expliqués tantôt. Au terme de l'examen de l'audit, le label GreenFin sera attribué ou non au fonds. Il convient de dire que c'est l'organisme *labellisateur* qui prend la décision indépendamment du Gouvernement français. Partant, si celui-ci est accordé, il l'est pour une année, renouvelable tant que le fonds respecte les conditions et qu'il accepte le contrôle de ses pratiques.

En totalité, l'usage et le développement des labels verts est une assez bonne chance, cela permettrait pour les fonds de : gagner en visibilité, conférer un outil marketing et stratégique, d'accroître la crédibilité et la légitimité et de financer des projets favorisant une transition douce vers les principes du DD. Pour l'investisseur, cela confère un cadre réglementaire démontrant : d'une certification par des experts, d'une conformité aux préférences d'investissements des épargnants ou encore de donner du sens à son épargne. Toutefois, le secteur des labels – à l'instar des critères extra-

financiers – souffre d’un manque concret de consensus dans la littérature, puis de standardisation afin d’aboutir à un cadre référentiel pour chacun, qui permettrait aux sociétés de gestion comme aux investisseurs d’être moins perdus dans la pluralité d’offres s’ouvrant à eux. Ainsi, il serait judicieux que ce cadre méthodologique occulte les sociétés de gestion financière à seul but d’éviter de sacrifier l’analyse ESG (réduction de celle-ci tendant vers le *greenwashing*) au profit de la rentabilité financière pure. L’exclusion sectoriel et le *Best-in-Class* représenterait alors une alternative intéressante car leur prisme méthodologique pourrait contraindre les gérants à considérer des critères éthiques forts et à exclure les méthodes dites d’intégration ESG, qui, au demeurant sont moins contraignantes (C. Revelli, 2013). Une piste de réflexion résiderait alors, en se demandant si la conservation d’une bonne gestion ISR, ne se ferait pas par le passage d’un filtre extra-financier avant le filtrage financier classique (aujourd’hui l’inverse). Il serait alors possible de réellement distinguer un fonds ISR d’un fonds classique ; cela constituerait en sa différence, sa plus-value, sa force vis-à-vis des fonds classique (C. Revelli, 2013).

Comme nous l’avons vu, il existe une abondance de labels, ainsi que de méthodologies inhérentes à la détermination de l’ISR. Il faut dire que cela peut se faire directement sur les actifs, c’est-à-dire les entreprises dans lesquelles les fonds investissent, ou directement sur les fonds via les labels notamment. On n’agit donc pas sur les mêmes plans. En résumé, cette pluralité témoigne d’une volonté de transition et de recherche & développement, qui devrait aboutir à terme (avec l’intervention des pouvoirs publics) à un consensus. D’ailleurs, on peut déjà noter l’implication des pouvoirs publics avec certains labels comme le Greenfin ou l’*Umweltzeichen*. L’ensemble des labels ont émergés sous l’égide des critères ESG, or certains ont un focus plus ou moins important sur l’un des aspects de celui-ci. Par exemple : les labels Greenfin et *LuxFlag Climate Finance* se concentrent davantage sur le « E » d’ESG. Une question centrale reste toutefois à l’appel, dans un contexte très nuancé, flou, manquant de consensus, quel est la place des agences de notation sur des actifs dits ISR ou tenant compte de critères extra-financiers ? Ce sera l’objet de la prochaine section.

C. Des nuances et une absence de consensus au sein des agences de notation

L’émergence de la notation – à la base *stricto sensu* financière – ne date pas d’hier. En outre, elle fit sa première apparition au début du XXème siècle avec Moody’s aux Etats-Unis qui intègre une note avec ses analyses ; celle-ci avait alors pour objectif de mesurer le risque de défaut de paiement des émetteurs de dettes obligataires. A l’origine les *ratings* (notations) étaient compris de AAA (les plus sûres) à D (les plus risquées, soit le défaut de paiement). Les notations notées de BB et en deçà devenaient spéculatives (*cf* : Figure 5). Les agences de notations ont vu leur évolution être plutôt tranquille et neutre, jusqu’à l’avènement de la réglementation Bâle I (au début des années 1970) qui - jusqu’à Bâle III - n’a cessé de faire croître leur influence de part le rôle de « quasi-régulateur » des

marchés de capitaux (Partnoy, 1999 ; Weber et Darbellay, 2008) qui leur avait été confiés, ainsi que l'évolution de leur *business model* et la situation oligopolistique du marché des agences de notations. En effet, les agences de notation se sont développées selon une logique de croissance externe *via* des fusions-acquisitions ; cela a induit la situation d'oligopole, dont la résultante fut l'émergence de problème, qui n'étaient pas jadis. Selon J-G. Degos & al, 2012, il en est quatre : les employés jouent un double rôle, ils négocient à la fois leurs honoraires et procèdent au processus technique d'analyse – dépourvu de cadre réglementaire – il advient des problématiques liées aux conflits d'intérêts. Il convient de dire que la baisse d'une note n'est que très peu appréciée par les émetteurs qui peuvent se sentir lésés par la décision des agences. La notion « d'émetteurs-payeurs » émergent alors. Par ailleurs, c'est bien elles qui engendrent nombre de problématique liés à la partialité de l'attribution des notes par les agences, cela a conduit une vague de demande de notation financière afin de satisfaire les émetteurs ayant désir de notes élevées – dans un contexte de durcissement de la régulation prudentielle autour des titres. Il en résultait une influence sur les marchés financiers, car les notes donnent des impulsions en termes d'investissement (confiance), ainsi cela a pu accentuer certaines situations de crise à l'instar de la crise de la dette grec en 2009.

En totalité, les notations devaient être le fruit d'une expertise extérieure et exempt de point de vue et conflits d'intérêts, les régulateurs avec Bâle en ont fait un instrument de régulation. Le résultat fut le passage d'agences dont le dessein était la communication d'information financière à la un régulateur ; le législateur n'a toujours pas réussi à endiguer ce phénomène de conflits d'intérêts.

	Standard & Poor's		Fitch		Moody's		Interprétation financière
	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	
Investissement	A1+	AAA	F1+	AAA	P1	Aaa	Meilleure qualité de signature possible. Capacité de remboursement extrêmement élevée non susceptible d'être affectée par les événements extérieurs.
		AA+		AA+		Aa1	Excellente qualité de signature. Capacité de remboursement très élevée, non significativement vulnérable.
		AA		AA		Aa2	
	A1	AA-	F1	AA-	P1	Aa3	Très bonne qualité de signature. Capacité de remboursement élevée, mais éventuellement vulnérable aux changements de conjoncture économique.
		A+		A+		A1	
	A2	A	F2	A	P2	A2	Bonne qualité de signature. Capacité de remboursement satisfaisante mais pouvant être affectée par des changements de conjoncture défavorable.
		A-		A-		A3	
	A3	BBB+	F3	BBB+	P3	Baa1	
		BBB-		BBB-		Baa2	
	Spéculatif	B	BBB	B	BBB	Not prime	Baa3
BB+			BB+		Ba1		
BB			BB		Ba2		
BB-			BB-		Ba3		
B+			B+		B1		
C		B	C	B	Not prime	B2	Hautelement spéculatif. Risque de crédit significatif, mais avec une marge de sécurité rémanente. Engagements financiers encore tenus. Possibilité de redressement.
		B-		B-		B3	
		CCC		CCC		Caa	
		CC		CC		Ca	
		C		C		C	
D	D	D	D	D	D	Défaut	

Figure 4 : Les échelles de notes principales agences (F. Bouguerra, 2008)

De ce principe, il importe également de voir que malgré un rôle avéré dans l'accentuation des crises systémiques telles que : les *Subprimes* ou la crise de la dette Grecque, les marges des agences notations demeurent très élevées ; alors même que leurs performances ne sont pas à la hauteur de ce que les marchés attendent d'elles. Au demeurant, il s'agit d'un réel problème, puisque cela montre la complicité des régulateurs qui ont laissé les *ratings* – inscrit dans la réglementation financière – à des organismes partiels (N. Gaillard, 2012). A la lumière de ces éléments contextuels, il devient possible de s'intéresser plus en détail aux notations apportées par celles-ci en matière de RSE, puis dans le cadre de l'ISR et des critères ESG.

Au début des années 2000, il fut l'émergence des premiers indices spécialisés en critères extra-financiers, avec le *Dow Jones Sustainability Group Indexes* en 1999, des agences de notations financières et des acteurs de légitimation professionnel et institutionnel de l'ISR (Forum pour l'Investissement Responsable, 2001). Aussi, depuis lors, le secteur n'a cessé de se développer. Or, à l'instar de ce que l'on a vu plus haut, les forums et associations officielles de l'investissement responsable proposent des définitions qui convergent, mais restent différentes (C. Revelli, 2013). À titre d'exemples, Eurosif découpe l'ISR en deux compartiments : *Core* ISR et *Broad* ISR (cf : Figure 5). Tandis que *US SIF*, quant à lui, opère à un découpage en trois concepts principaux, à savoir : activisme

actionnarial, activités de *screening* et investissement communautaire (idée non reléguée dans la conception européenne de l'ISR).

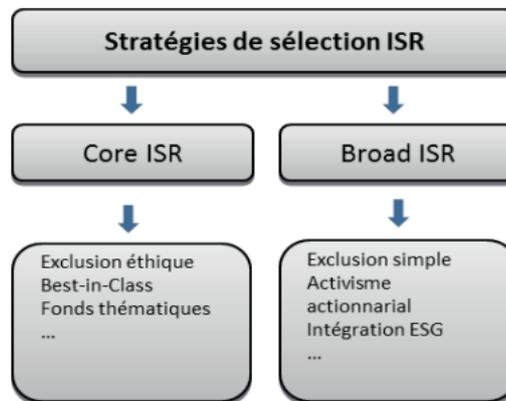


Figure 5 : Deux stratégies de constitution de fonds ISR (T. Theurillat, & al. 2017)

De facto, il est de raison de s'intéresser avec plus de détail sur la mesure de la « valeur durable » de l'ISR en règle générale. En effet, le rôle des agences de notations n'est-il pas de venir légitimer ou apprécier de la valeur durable des titres d'un organisme quelconque ? On peut conforter le sens de cette hypothèse, en ce que nombre de travaux en matière de critères ESG reposent sur les données des agences de notation extra-financière. Or, cela n'est pas sans mettre en évidence certaines problématiques en lien avec la « valeur durable » ; il semble que nombre de référence des agences de notations se basent tacitement sur le postulat que les différentes dimensions ESG sont fongibles (bonnes pratiques et mauvaises se compenseraient) et commensurables (les différents facteurs ESG se combinent car de pareil importance) (P. Crifo, & N. Mottis, 2013). Pareillement, selon l'idée énoncée par Igalens et Gond en 2003, les agences de notation emploient des données primaires (*inputs*) qu'elles emploient par la suite quant à la construction de leur indicateur (*output*). *In fine*, la qualité est fonction de la qualité des informations collectées. De ce principe, se dégage le fait qu'étant au sein d'un système où il est une absence de consensus autour des critères ESG, chaque agence promeut sa propre vision des *screening* et *indexes* ISR ; cela pourrait poser problème, car il a été montré plus haut qu'elle dispose d'un rôle et d'un fonctionnement les rendant partial (on entend par là l'imposition de tendance sur le marché, au travers de l'émetteur-payeur). Pour autant, alors même que les agences de notations sont au centre et influence les marchés financiers, elles ne font pas l'objet de supervision et de contrôles officiels par les pouvoirs publics.

L'émergence d'une notation durable voit l'avènement d'une incitation aux investisseurs ayant attiré aux préoccupations sociales et environnementales. Dans cette mesure, le débat autour de « valeur durable » est central ; celui-ci peut passer par plusieurs idées. Toutefois, la construction de la « valeur durable » met en avant l'idée que celle-ci devrait être relative à la territorialisation (T. Theurillat, & al. 2017). En outre, le concept de territorialité fait sens dans une optique de DD car il

permet de déterminer le cadre de gouvernance en lien avec la durabilité (parties prenantes définissant le caractère soutenable et les actions à réaliser dans un territoire précis). Alors, cette idée est transposable aux fonds ISR qui tentent de réaliser la création de cette valeur. Les agences de notation viennent apporter le rôle d'un acteur tiers légitimant l'action et le caractère vertueux d'une entité (cf : Figure 6). Le concept de territorialité apparaît alors comme un point central de la composition de fonds ISR, en ce que, bien souvent, ils usent d'une approche indicielle, qui est le fait tant de méthodologies différentes, mais également des zones géographiques dans lesquelles les fonds émergents (cf : Figure 7).

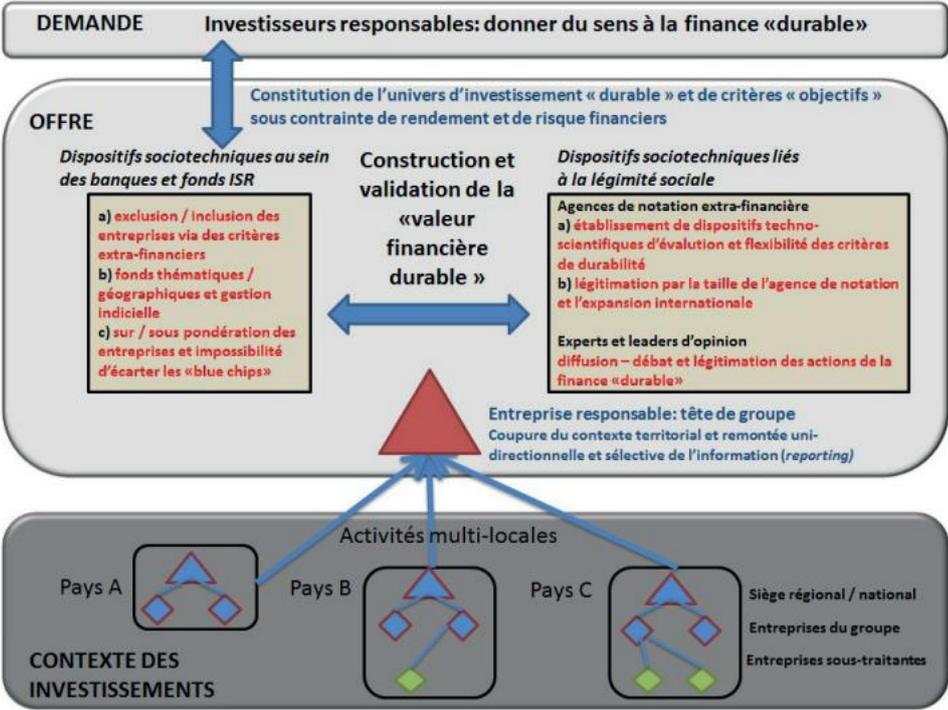


Figure 6 : La construction de la valeur « durable » par l'industrie financière (T. Theurillat, & al. 2017)

FAMILLES D'INDICES	CRÉATION	ANALYSE ESG	MÉTHODOLOGIE	EXCLUSIONS
Dow Jones Sustainability Indices	1999	RobecoSAM	Best-in-Class	
FTSE4Good Index Series	2001	Eiris	Analyse spécifique	Armement, nucléaire, taba
MSCI EGS Indices	2010	MSCI	Best-in-Class	Alcool, armement, armes à feu, nucléaire, jeux de hasard, OGM, pornographie, tabac
STOXX Global EGS Leaders Indices	2011	Sustainalitics	Best-in-Class	Entreprises ne respectant pas les principes du Globa Compact*
Indices Euronext Vigeo	2013	Vigeo	Best-in-Class	Entreprises controversées

Figure 7: Principales familles d'indices ISR dans le monde (T. Theurillat, & al. 2017)

La centralité des agences de notations extra-financières dans l'élaboration des portefeuilles des fonds ISR, nous encourage à fournir des éléments explicatifs de la méthodologie d'élaboration de leurs indices. Partant, à l'instar des agences de notations financières classiques, celles-ci procèdent à un

filtrage commençant à l'origine d'un indice de marché, qui par la suite sera réduit par leur processus de détermination. Aussi, selon ce principe, il apparaît qu'il est une corrélation entre un indice et son *benchmark*, cela conduit à penser que les indices boursiers ISR ont un fonctionnement similaire à ceux de la finance traditionnelle (A. El Khamlichi, 2013). De la sorte, il importe d'énoncer que les agences de notation extra-financières sous l'impulsion d'une méthodologie dite scientifique créent des critères d'évaluation censés démontrer d'une durabilité et d'une performance financière. Conséquence de quoi, certaines agences de notation, *ceteris paribus*, usent de nombreux critères de durabilité pour identifier les critères, les pondérer et les hiérarchiser ; ce processus passe également au travers de l'usage de l'économétrie et la mise en place de méta-analyse (T. Theurillat, & al. 2017). Cette création de base de données contribue à engendrer des matrices d'analyse comptant des centaines de critères et d'entreprise (Mortier, 2013). De cette façon, il devient derechef possible d'améliorer les processus selon la demande des clients, et ainsi de devenir davantage compétitif. En l'état, en raison de l'effet de concentration, il ne demeurerait qu'une trentaine d'agences de notation extra-financières dans le monde – analysant environ 3000 firmes cotées dans le monde (Mortier, 2013 ; ORSE, 2012). En somme, les dispositifs sociotechniques associés à la validation de légitimité des fonds ISR par les agences de notations extra-financière apparaissent comme usant de méthodes similaires à celles employées au sein de la gestion traditionnelle (suivre l'évolution d'indices de référence). A cet effet, émergent des problématiques liées aux situations géographiques différant selon les contextes, cela rend complexe l'analyse et l'interprétations des indices qui ne tiennent pas comptes de la « valeur durable », qui évoluerait. On déplore également l'usage de méthodes telle que le « *blue chips* » (inclusion de grandes firmes ouvertement controversées). *In fine*, les indices de références deviennent les indices classiques telles que *MSCI World*, le *S&P 500* ou le *CAC40*, en ce qu'ils sont considérés comme représentatif du marché. Pareillement, on peut estimer que les grandes agences de notation analysent les questions ESG comme étant un facteur de risque et d'opportunité financiers (ce que l'on confirme dans la littérature académique), alors même qu'il serait question de se questionner sur l'impact réel de la performance extra-financière.

Aussi, à contrario du *credit ratings*, le caractère non-consensuel, l'absence de définition autour de ce qui compose les critères ESG encourage les agences de notation extra-financières à se porter concurrence de par l'absence de normes que l'on dirait commune à tous (M. Billio, & al, 2020). Windolph (2011) définit six causes dont la résultante serait l'absence d'une notation transparente et objectif :

1. Le manque de normalisation ;
2. Le manque de crédibilité des informations ;
3. Les biais ;

4. Les compromis ;
5. Le manque de transparence ;
6. Le manque d'indépendance.

Ainsi, le secteur ESG souffre de beaucoup des maux énoncés par Windolph, ce qui induit des complexités relativement aux notations. A l'instar de ce que l'on a dit plus haut, les agences ont développé leurs propres méthodologies avant d'apprécier l'engagement ESG. Sachant, que la source première de travail des agences réside dans les informations dont elles usent, il semble que la première distinction réside à ce niveau. Les grandes agences de notation inviteront donc les plus grandes sociétés cotées à remplir un questionnaire qui comblera les informations qui ne seraient pas publiées (M. Billio, & al, 2020) ; ce qu'il est à retenir de nouveau ici, est que, quand bien même, les sources d'information convergent, le traitement des données est différent. De la même manière, toutes les agences de notation ESG examinées ont développé une définition propre de la matérialité. Partant, les procédures de pondération varient considérablement². En outre, nous observons que presque toutes les agences de notation ajustent leur note finale en intégrant des questions spécifiques à l'industrie considérée, mais très peu d'entre elles publient les pondérations attribuées de manière transparente. Ainsi, l'écart entre les notations peut simplement résider dans la prise en compte de différents composants pondérés différemment. (M. Billio, & al, 2020) ; ces écarts sont mis en évidence par la Figure 8.

Company	Sustainalytics	RobecoSAM	Refinitiv	MSCI
Nissan Motor Co., Ltd	6	77	72	CCC
Verizon Communications Inc.	91	20	67	BB
Oracle Corp. Jpn	78	8	63	BB
Goodman Group	86	21	58	AA

Figure 8 : Example of divergence in ESG rating (M. Billio, & al, 2020)

A l'instar, des défaillances auxquelles les agences de notations ont contribué lors des crises systémiques, les disparités existantes en termes de méthodologies employées quant à l'attribution des notes posent souci pour le fonctionnement des marchés. En effet, les agences de notations extra-financières abreuvent le marché d'informations non hétérogènes (notation et indices) ce qui induit deux problèmes majeurs selon M. Billio, (& al, 2020) : les investisseurs peinent à sélectionner les sociétés ESG dans lesquelles investir et les entreprises ont des difficultés à saisir quelles normes elles doivent respecter afin d'être incluses au sein des indices ESG.

² MAE fournit une mesure des erreurs entre des observations appariées décrivant le même phénomène, et est égale à : $\frac{\sum_{i=1}^n R_i^A - R_i^B}{n}$. R_i^A et R_i^B sont les notes attribuées à l'entreprise i par les fournisseurs de notes A et B, respectivement. n est le nombre total d'entreprises considérées.

Pour résumer, le manque de références communes existantes entre les agences de notation extra-financières conduit celles-ci à attribuer des notes tout à fait opposées. En cela, le choix du *benchmark* (indice de référence) se dégage comme primordial dans la mesure de la performance et la construction des indices de références. Enfin, les désaccords en matière de notation ESG – entre les agences – annule l’effet de préférence des investisseurs ESG sur le prix des actifs (Merton, 1987), en outre, même en cas d’une mise en accord tacite ou non par les agences de notations, il n’y aura aucune incidence sur la performance financière des portefeuilles ISR (M. Billio, & al, 2020).

Les agences de notation extra-financières – et les autres acteurs de légitimation (ONG, chercheurs, etc.) - sont à considérer comme des éléments essentiels dans le paradigme vers lequel nous tendons, en ce que c’est par l’attribution et la certification de processus sociotechniques forts que les entreprises composant un fonds ISR pourraient justifier d’une action vertueuse ; la légitimité constitue l’élément primordial qui fonde la « valeur durable » de tel ou tel organisme. La complexité dans l’évaluation des effets d’un produit sur la planète rend ce processus de légitimation extrêmement important, parce qu’il permet de déterminer une forme de consensus quant à ce que les agents (parties-prenantes) considèrent comme durable. Les investissements sociaux responsables deviendraient une notion forte, multidimensionnelle, processuelle et subjective quant à l’émergence d’une nouvelle façon de faire de la finance ; celle qui ne soustrairait plus à la stigmatisation dont, pour l’heure, les fonds ISR disposent (T. Theurillat, 2017).

Des questions restent encore sans réponse, notamment en ce qui concerne les caractéristiques concrètes en termes de performance des organisations tenant compte de critères extra-financiers et leurs effets sur la gouvernance d'entreprise. Nous y reviendrons dans la prochaine section.

II. LA PERFORMANCE DES ORGANISATIONS OU DES PRODUITS TENANT COMPTE DES CRITERES EXTRA-FINANCIERS EST-ELLE IMPACTEE ?

Dès l’instant où les termes de critères ESG ou d’ISR sont évoqués, une plénitude de questions germe en l’esprit des gens. Aussi, nous avons déjà abordé les dimensions contextuelles, des notions & leurs définitions et enfin des acteurs gravitant tant de près que de loin de l’ISR. Ainsi, l’aspect impact & la performance extra-financière demeure à ce jour peu étayé. Au sein de cette section, nous proposons de revenir sur l’aspect rentabilité-risque qui fait la finance afin de déterminer, si c’est encore une dimension centrale de l’ISR. En outre, il nous sera possible d’aborder les questions de la performance financière de l’ISR et des risques qui la bordent. Pareillement, il importe de revenir sur comment les organisations considèrent les critères extra-financiers, dans quelles mesures elles les intègrent et à quelles fins. Il en découlera alors, la possibilité de dépendre la gouvernance que les

entreprises pratiques, avec l'incorporation des thématiques extra-financières dans leur fonctionnement.

A. Une relation rentabilité-risque toujours au centre des préoccupations ?

Au sein de l'ISR, les caractéristiques techniques des produits ne sont pas très différentes de celles de la finance conventionnelle. Dans ce cadre, les produits financiers couverts par l'ISR sont aussi larges que ceux de la finance conventionnelle. En outre, il est question de produits financiers classiques (actions, obligations, options, etc.) ; en particulier, il y a une représentation importante des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) tels que les fonds d'investissement à capital variable ou les fonds communs de placement (T. Cuénoud, 2013). Dès lors, bien que les chiffres relayés par Thibaut Cuénoud soient quelque peu datés (2012), ils nous permettent de constater que les produits ISR sont aussi larges que ceux de la finance traditionnelle. Nous pouvons également dire qu'à ce titre, l'ISR est accessible à l'ensemble de la population (des pays développés) et n'est pas réservé aux gros investisseurs. De plus, les particuliers y ont accès, via la mosaïque de placements et d'acteurs financiers qui composent notre système financier. Toutefois, l'expansion des marchés ISR à l'échelle mondiale reste cantonné aux pays développés, Y. Ferrat (2022) montre que le développement de l'ISR est surtout l'affaire des marchés développés et non de ceux émergents ; l'ISR devient dès cet instant, une notion que l'on dirait attachée essentiellement aux pays riches.

La détermination du lien entre performance financière et extra-financière n'est pas récente, elle a fait l'objet de multiples études dans la littérature, ce depuis environ le début des années 2000. A l'origine, le questionnement résidait quant à déterminer s'il est un lien entre RSE et performance financière. Aussi, dans la finance classique la gestion des objectifs en termes de portefeuille est à la fois objectivable et atteignable (profit maximum ce au moindre risque afin d'augmenter l'utilité des agents), elle est régie selon la théorie du portefeuille de Markowitz, 1952. Il s'agit de pratiquer sciemment un choix parmi le panel d'entreprises composant le marché, à dessein d'atteindre un rendement – en exemptant les contextes d'investissements – en considérant les risques. Les agents économiques sont donc considérés comme rationnels. A la lumière de ces éléments, il apparaît que théoriquement parlant, l'ISR, est en inadéquation avec le principe de diversification des portefeuilles (endigue le risque spécifique), en ce que celle-ci vient réduire l'univers d'investissement. Dans la lecture *stricto sensu* des principes de Markowitz, il devrait s'en dégager que les fonds ISR aient une performance moindre relativement aux fonds classiques. Il est également les éléments concernant les aspects dus aux investigations dans le cadre de l'analyse extra-financière, qui engendreraient des coûts de transactions supplémentaires (*monitoring costs*) (C. Revelli, 2013). Toutefois, Barnett et Salomon (2006) estiment que les pertes que pourraient subir les fonds ISR, du fait de la réduction de l'univers

d'investissement seraient compensées par une sélection de sociétés davantage stables dans les portefeuilles.

Mais alors, au-delà des critères extra-financiers, où se situe la différence ? Tout d'abord, il est important de dire que le gérant d'un fonds ISR est techniquement souvent dans une approche passive (gestion via des indices) car il est dépendant des différents labels et indices utilisés pour sélectionner ses actifs. De plus, même si le gérant est actif dans la gestion de son portefeuille (ex : *stock-picking/market-timing*), il n'aura qu'une implication passive dans les caractéristiques de l'investissement (C. Revelli, 2012). Ce n'est le cas que lorsque l'investisseur opte pour des produits qui ne lui permettent pas d'intervenir dans la gestion de l'entreprise.

La deuxième caractéristique principale est la moindre volatilité financière des actifs, entraînant une stabilité, grâce à l'application des critères ESG, notamment, il y a une meilleure gestion des risques encourus par les actifs financés. L'objectif est également de créer un climat de confiance entre toutes les parties prenantes (T. Cuénoud, 2013). Aussi, cette stabilité démontre une importante capacité à innover au regard des futurs défis sociétaux, en les plaçant dans une démarche innovante. Cela démontre une approche active de la compréhension du monde, ce qui conduit finalement à la prospérité et même à la stabilité (T. Cuénoud, 2013). Par conséquent, nous aurions une forme de maîtrise des risques à long terme. A la lumière de ces éléments, il est désormais possible d'affirmer que les investissements dans des actifs entrant dans le cadre de l'ISR sont orientés vers le moyen, voire le long terme. C'est d'ailleurs cette orientation qui distingue l'approche traditionnelle de l'approche ISR en termes purement techniques. En effet, c'est cet aspect long ou moyen terme qui permet une réduction voire une annulation des risques systémiques et s'inscrit par conséquent dans une logique de durabilité. Il est donc possible d'admettre que l'ISR s'inscrit dans une logique de rentabilité/risque similaire à celle utilisée dans la finance traditionnelle, mais avec des différences en termes d'orientation. *In fine*, on peut assimiler ce concept à la théorie de « l'effet d'information » (Kurtz, 2002) énonçant que les firmes ayant une gestion des risques socio-environnementaux plus importants que les concurrents qui sont leurs s'exposent moins au risque de faillite (réduction des conflits sociaux, de la dégradation de l'image, etc.) ; la résultante en est une hausse de la l'attractivité et de la performance économique.

Se pose alors la question de savoir s'il existe une différence en termes de rentabilité. En vérité, le débat sur la performance n'est plus réellement d'actualité. Il est désormais largement admis dans la littérature qu'il existe une similitude entre les performances de la finance traditionnelle et celles de l'ISR (C. Revelli, 2020). Cependant, selon certains détracteurs, il pourrait y avoir une moindre rentabilité à court terme. Cela pourrait s'expliquer par la moindre pression exercée dans la gouvernance des entreprises dans une perspective de court terme ; ce qui semble cohérent avec la mise en place de

critères ESG & gouvernance (T. Cuénoud, 2013). Il n'est pas rare de rencontrer des personnes qui pensent que les fonds ISR sont moins performants que les fonds financiers classiques. Cela pourrait s'expliquer par la comparaison avec la finance solidaire - qui est entièrement consacrée à la solidarité et ne se préoccupe pas de rentabilité. Néanmoins, les études qui tendent à mesurer ces performances sont basées sur des méta-analyses, qui au point de vue technique pourrait causer problème, au travers de l'endogénéité des modèles statistiques (corrélation entre une variable du modèle et le terme d'erreur), c'est-à-dire l'idée qu'il est des boucles de causalités entre des variables n'ayant pas été convenablement prises en considération (P. Crifo, & N. Mottis, 2013). La première hypothèse expliquant la performance similaire des fonds ISR réside en ce que les gérants, grâce à leur expérience, arriveraient à sélectionner convenablement les meilleures entreprises. Une seconde hypothèse, serait le fait de la *mainstreamisation* de l'ISR ayant propulsé l'ISR à une gestion similaire que celles des fonds traditionnels. Alors, la composition et le fonctionnement des fonds ne différerait pas tellement. Une troisième hypothèse, énonce qu'au travers de l'augmentation de l'introduction de titres ISR sur le marché, il est une confrontation de l'offre et la demande (ici plus d'investisseurs) provoquant, *de facto*, une hausse du prix des titres ISR induisant une espérance de rentabilité plus faible nommée « coût de l'éthique » ; cette augmentation du prix provoquerait, dès lors, une baisse du coût du capital des titres ISR (C. Revelli, 2013 ; Ng et Reazee, 2015). Cette troisième hypothèse viendrait solutionner le coût de mise en conformité par la baisse du coût du capital, permettant d'équilibrer le prix des titres, ce qui se traduirait par des prix et des performances similaires que les fonds non ISR. Une quatrième hypothèse, montre que les firmes disposant de bonnes pratiques RSE (et donc ESG) ont une demande moins sujette à l'élasticité prix sur leurs produits, cela augmente leurs marges (Albuquerque & al., 2019). Partant, on aurait une réduction du risque systématique (Bénabou & Tirole 2010 ; Orlitzky et Benjamin 2001).

En totalité, théoriquement parlant, il est largement admis que les performances extra-financières seraient la source d'une performance financière accrue. Empiriquement parlant, la littérature s'y consacrait corps et âmes et bien qu'il ne soit pas de résultat unanime, la plupart des méta-analyses convergent dans l'idée que l'usage de critères ESG dans l'investissement ne réduit pas la performance financière, dans certains cas il pourrait même y avoir un impact positif (D-L. Arjaliès, & al. 2020). Pour résumer, la performance des firmes de gestion des fonds ISR est principalement fonction de plusieurs facteurs lourds : degré de résistance des sociétés de gestion face à l'ISR, l'accessibilité et la fiabilité des sources d'information extra-financière en amont et en aval du processus de composition des fonds ISR, et de la qualité et la transparence des méthodes d'évaluation de la performance des émetteurs de titres.

Même si certains diront que la performance serait antinomique avec celle des fonds ISR du fait d'une exclusion importante d'une partie du marché. Il semble se dégager que les fonds ISR sont de plus en plus performants et résiliants face aux risques systémiques. En bref, la rentabilité peut s'expliquer par le prisme de la transparence et de la stabilité de la gestion et de la gouvernance, mises en œuvre dans les entreprises ISR, étant le résultat d'une moindre volatilité due à une gestion attentive des risques. Enfin, cette équivalence de rentabilité est donc le résultat d'éléments considérés comme endogènes aux actifs investis - les critères extra-financiers - qui favorisent, *ceteris paribus*, la mise en œuvre de politiques sociétales plus intenses et par conséquent la capacité d'innovation (T. Cuénoud, 2013). Par ailleurs, les critères extra-financiers font l'objet de débats. Nous les aborderons donc dans la sous-section suivante.

B. Une prise en compte des critères extra-financiers...

Aujourd'hui encore, quand on évoque la notion de données extra-financières, dans la sélection d'actifs - pour déterminer s'ils respectent certaines caractéristiques ESG par exemple - la première chose qui vient à l'esprit est le manque d'homogénéité. En effet, il est plus facile de travailler avec des données financières pures d'une entreprise, qui sont convenues et publiées, par exemple à travers des bilans ou des comptes de résultat afin d'en lire les états financiers, puis d'en résulter une analyse financière. En revanche, l'analyse de la durabilité via des données extra-financières est plus difficile à traiter ou à prévoir. Cependant, on aurait trois piliers qui reviennent régulièrement.

1. Les pratiques sociales de l'entreprise : diversité du personnel, politique salariale, formation, travail des enfants, culture, etc. ; ces principes souffrent néanmoins d'un manque de disponibilité de données pertinentes et d'un périmètre quelque peu trop large par instant.
2. La politique environnementale : neutralité carbone, publication du volume de CO² émis, relation avec les fournisseurs, etc. ; ces principes peuvent s'entendre sous différents angles, il apparaît qu'à l'échelle mondiale c'est l'empreinte carbone qui fait consensus.
3. Gouvernance : équité des droits des actionnaires, diversité et indépendance des membres du conseil de surveillance, séparation des rôles entre le président et le PDG, la rémunération des dirigeants et la considération ESG en son sein, le degré de transparence, les pratiques anticoncurrentielles, etc. ;

De plus, ces données semblent être largement acceptées par l'ensemble des investisseurs souhaitant être informés de la prise en compte des critères ESG. Elles permettent également de délimiter un peu mieux ce qui est pris en compte dans le domaine des critères extra-financiers.

Par ailleurs, le problème qui résulte de cette absence de consensus & de standards - outre la différenciation - est le phénomène d'auto-certification conduisant au *Greenwashing* (pratique

consistant à se positionner comme éco-responsable pour attirer l'argent et les épargnants, sans avoir changé ses méthodes). Cela se traduit par l'auto-certification de certains en tant qu'entreprise responsable (cf : Figure 9). Cela peut s'expliquer par la tendance croissante des épargnants individuels qui souhaitent donner un sens à leur épargne (M. Tempelman, 2021).



Figure 9 : Example of divergence in ESG rating (M. Billio, & al, 2020)

Dans ce même domaine, Novethic, en 2013, a proposé une liste d'indicateurs ESG que les sociétés de gestion pourraient utiliser (T. Cuénoud, 2013). Dans la catégorie « environnement », nous trouvons des indicateurs tels que l'impact carbone, l'utilisation de matériaux, etc. Dans la partie « gouvernance », nous trouvons des indicateurs tels que la présence de femmes au sein du conseil d'administration, l'indépendance des conseils d'administration, etc. Enfin, dans la section « social », nous avons des indicateurs tels que la rotation des employés, l'impact sur l'emploi, etc. Ce cadre nous permet de saisir avec un peu plus de précision ce qui peut être affilié aux critères ESG.

Ainsi, en l'absence de réglementation, de normes ou d'accord général dans la littérature, la décision de sélectionner des critères extra-financiers semble encore être soumise aux choix individuels de l'investisseur. Or, parmi ces choix, certains critères reviennent souvent ou sont très similaires.

La finance a fait l'objet de nombreuses critiques depuis l'apparition répétée de crises financières, qui nous ont mis face à ses défaillances systémiques. La critique la plus récurrente est qu'elle est déconnectée de la réalité. Dans un monde en constante évolution et soumis à l'envie d'un changement de paradigme pour certains. Il est plus que jamais impératif de débattre de la légitimité de la capacité du *trust* à se réinventer pour répondre aux changements structurels. Par ailleurs, la promotion et le développement d'un système financier plus durable - avec l'inclusion systématique de critères ESG dans le processus d'investissement par exemple - pourrait modifier significativement l'équilibre financier entre actifs ISR et non ISR, et ainsi contribuer à réduire les risques systémiques. Par ailleurs, pour arriver à cette fin, il faudrait arriver à un cadre réglementaire consensuel autour de l'ISR. Cela permettrait, en outre, de légitimer les processus d'investissement ISR, par l'intermédiaire de la recherche d'une information fiable et consolidés pour chaque acteur. On aurait à cet effet, le besoin

d'une homogénéisation et d'une transparence dans la méthode d'évaluation des actifs pour arriver à terme un *reporting* extra-financiers universel (H. Moussafir, 2020) à l'image des normes IFRS pour la comptabilité internationale.

Il importe de revenir sur la question de la motivation des investisseurs. En effet, en l'absence de consensus et de neutralité, l'information non-financière n'est pas traitée de pareille façon selon l'objectif. Il se dégage alors deux choses : les investisseurs désireux d'utiliser la méthode intégrative de l'ESG ont une tendance prépondérante à souhaiter mesurer ses impacts sur les flux financiers de l'entreprise ; la matérialité d'un facteur ESG devient dans ce cadre la variation de l'un de ces flux (CA, charges, sigles intermédiaires de gestions, etc.), l'entreprise est donc considérée comme le système étant impacté. Tandis que l'investissement à impact se réside quant à lui mesurer l'impact de l'activité de l'entreprise sur les critères ESG eux-mêmes, ce indépendamment de la matérialité financière (D-L. Arjaliès, 2020). La divergence existante entre ses deux optiques est déterminante car elle permet d'apprécier en connaissance de cause un même facteur ESG en termes de risque et d'enjeux. A titre d'exemple, les investisseurs ayant préférence à l'intégration ESG seront réticents à intégrer certains facteurs dont la matérialité financière est difficilement quantifiable, à l'instar de la préservation de la biodiversité. A cet effet, il convient de revenir sur la définition de l'information non financière, celle-ci peut se définir comme suit : « *l'information non financière recouvre l'ensemble des informations quantitatives ou qualitatives qui sont proposées en dehors des états financiers ; qui ne sont pas produites à partir des systèmes d'information comptables et financiers ; et qui n'ont pas un lien direct et facilement mesurable avec la performance financière* » (Protin, & al. 2014). Il est deux approches de l'information non-financière (INF) qui pourraient en résulter :

1. Une approche alternative de la performance allant au-delà de la vision de la performance financière traditionnelle ;
2. Une approche moins quantitative de la communication autour de la performance financière.

Ces idées viendraient renforcer le fait d'aller plus loin dans les démarches impliquant les critères extra-financiers en termes de *reporting*. De la sorte, on irait plus loin dans cette démarche de considération des critères extra-financiers allant jusqu'à les légitimer et endiguer le *greenwashing*. La normalisation des indicateurs pertinent en matière d'information extra-financière est un défi majeur, et à l'image de la comptabilité financière concerne la crédibilité et la qualité de la démarche et de l'information que cette normalisation induira. Il n'existe pas encore de certification ISO 26000, or il est des pistes de travail proposées par les agences de notations extra-financières et les acteurs du milieu en général (Attestation Vigeo Eiris 26000, label AFAQ 26000, initiative B Analytics). L'INF est par ailleurs d'ores et déjà régie par deux normes internationales ISAE 3000 (orientation comptables) et AA1000 AS (orientation plus audit) ; dans ISAE 3000 le processus demeure encadré dans une optique de l'investisseur

aux dépend des parties-prenantes, au sein de AA1000 AS les parties-prenantes sont considérées et principalement axées dessus (Gillet-Monjarret et Rivière-Giordano, 2017). Certains auteurs mettent en avant le fait que le processus de création de valeur n'est plus seulement le fait d'une approche par le capital financier. En outre, il deviendrait possible selon l'*International Integrated Reporting Council* (IIRC) d'opérer à six formes distinctes de capitaux (cf : Figure 10) dans la création de valeur au sein d'une organisation : capital financier, manufacturé, intellectuel, humain, social, naturel. Il serait donc de raison – encore une fois à l'instar des normes IFRS – de créer et d'appliquer un cadre définissant des indicateurs précis à chacun de ces capitaux.

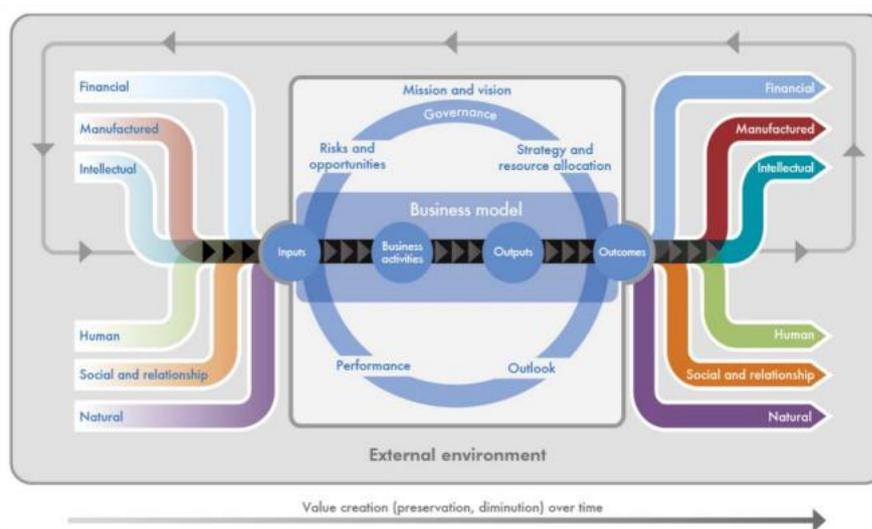


Figure 10 : Création de valeur et différentes formes de capital, source : IIRC (D-L. Arjaliès, & al, 2020)

Toutefois, malgré les brillantes idées existantes en matière de création de consensus autour des critères ESG, l'une des plus des grandes problématiques réside dans la mesure de l'impact et de la matérialité non-financière ; il semble que dans de nombreux domaines (ex : émissions carbone), les mesures d'impacts des entreprises souffrent d'un cruel manque de rigueur voire de cohérence (D-L. Arjaliès, & al. 2020). L'un des challenges résiderait alors en un dialogue entre le régulateur et les parties-prenantes afin de définir un cadre à cette collecte de données et de lui fournir des éléments constitutifs et cohérents quant à la mesure d'impact. Les investisseurs auront en conséquence, un rôle important à jouer dans ce dialogue tripartite. Partant, il convient de dire que les définitions de l'impact divergent, tant au point de vue institutionnel que des praticiens ou des chercheurs. On pourrait en retenir une agrégation de définitions de plusieurs organismes, pour finalement en donner six, selon Peersman & al. (2016) : son application, son périmètre, son niveau d'étude, son degré de séparation (distanciation entre l'action et l'*output*), l'horizon et l'homogénéité des résultats. Dans cette même idée, d'innombrables organismes reconnus mondialement en proposent ce qui prouve l'attrait inhérent à la mesure de l'impact (OCDE, Banque Mondiale, *Investment Integration Project*, *Global Impact Investing Network*, etc. En outre, ce qu'il à retenir c'est que la mesure d'impact est fonction

d'un caractère multidimensionnelle et disciplinaire, selon D-L. Arjaliès, & al. (2020), il est six questions centrales que les organismes et/ou les fonds doivent se poser pour les déterminer :

1. Objectifs de la mesure d'impact : S'agit-il d'une mesure en amont d'un investissement, pour suivre des investissements ou pour reporter sur des investissements existants ?
2. Système impactant : Quels sont les inputs / actions considérés ? S'agit-il uniquement de flux financiers ou aussi des relations investisseurs-entreprises ?
3. Thèmes et objectifs recherchés : Quels sont les enjeux environnementaux et/ou sociaux impliqués ? Quels sont les thèmes, *outcomes* et seuils à atteindre ?
4. Périmètre : Quelles sont les contreparties les plus concernées par les enjeux définis précédemment ?
5. Données disponibles et pertinentes : Pour chacun des *outcomes*, quelles sont les données disponibles les plus pertinentes ?
6. Étude de la causalité : Comment démontrer que les variations d'*outcomes* observées (directement ou au travers d'outputs) sont attribuables aux inputs ?

Regardons maintenant de plus près l'innovation. Concrètement, l'ensemble de cette section s'appuie sur les recherches menées par J. Peillex et B. Comyns, dans leurs études : Peillex, Jonathan, et Breeda Comyns. " Pourquoi les sociétés financières décident-elles d'adopter les Principes des Nations Unies pour l'Investissement Responsable ? ", Comptabilité Contrôle Audit, vol. tome 26, n° 1, 2020, pp. 79-117. L'une des seules études à ce jour à avoir traité de ces questions, qui apparaissent donc très contemporaines.

Le processus d'innovation est communément désigné - malgré son sens polysémique - comme une idée, une pratique, un produit ou encore un artefact perçu comme nouveau par un individu ou un groupe d'individus (Dewar et Dutton, 1986 ; Rogers, 1995). Par ailleurs, la prise en compte (et l'application) des critères ESG ou PRI au sein des entreprises financières peut être considéré comme telle. Les mécanismes d'identification et de suivi des entreprises financées pour leur conformité aux critères ESG les obligent à modifier leurs pratiques en matière de documentation, et surtout d'évaluation et de suivi des comportements extra-financiers. Dès lors, ces engagements de changement de pratiques peuvent être considérés comme une innovation de procédé ou une innovation organisationnelle (J. Peillex et B. Comyns, 2020).

Ainsi, l'innovation de processus fait référence à l'introduction d'un nouvel élément dans les opérations de fabrication ou de service d'une organisation, dans le but de produire un produit ou de fournir un service (Damanpour et Gopalakrishnan, 2001). En cela, la RSE peut être décrite comme une innovation de processus lorsqu'un processus socialement responsable est mis en place. Concernant

l'innovation organisationnelle, elle peut être définie comme suit : « *la création ou l'adoption d'une nouvelle idée ou d'un nouveau comportement pour l'organisation* » (Daft, 1978). A partir de ce principe, l'application du schéma PRI au sein des structures financières (ou ESG) devient alors qualifiable d'innovation de produit. L'innovation de produit peut être définie comme tout changement introduit consciemment dans l'économie par un agent quelconque dont le but - et le résultat – est l'allocation plus efficace et satisfaisante des ressources. Enfin, la simple adhésion aux PRI et l'application des normes ESG (deux sous-composantes de l'ISR), peuvent être considérées comme une innovation d'opportunité, car le respect de ces normes conduit à la satisfaction des besoins sociaux et environnementaux des clients (J. Peillex et B. Comyns, 2020). Cependant, l'investissement socialement responsable est justifiable en tant que tel, en raison des travaux de Sandor et Faltz (2002), montrant que la création du premier indice boursier socialement responsable (*Dow Jones Sustainability Index*) s'est déroulée en trois étapes : invention, innovation et diffusion. Il y a donc un processus schumpétérien (concept de destruction créatrice) derrière l'innovation financière.

En connaissance de ces éléments posant les pratiques ISR comme une innovation, voyons comment ils s'appliquent à l'enregistrement d'une personne morale. La légitimité des entreprises financières dans son spectre le plus large - par extension la finance - passe d'abord par le vecteur de la perceptibilité que le public a d'elles. Par ailleurs, à travers la prise en compte des critères ESG ou l'adoption des PRI, elles semblent prendre en compte les (larges) conséquences sociétales des actifs investis. En outre, on observe une augmentation de la légitimité des entreprises signataires (des PRI), (J. Peillex et B. Comyns, 2020). En effet, en l'état actuel, la RSE des entreprises du secteur financier ne se limite plus aux conséquences directes de leurs activités (gouvernance, consommation d'énergie, etc.), mais également aux conséquences indirectes (externalités). Ainsi, si les entreprises financières devaient allouer des ressources à des entreprises qui ne respectent pas certains standards ESG (environnement, droits de l'homme, gouvernance, etc.), il y aurait une dégradation de la réputation (J. Peillex et B. Comyns, 2020) et par conséquent de la légitimité de l'exercice. L'inscription à l'ISR *via* les PRI ou autres apparaissent donc utile. Il est intéressant de noter que la perception des entreprises financières par le grand public a connu une évolution, passant d'un secteur perçu comme très responsable (en raison du peu d'impact direct de leur activité) à un secteur très irresponsable mis en évidence par les différentes crises systémiques (notamment les *Subprimes*). Dès lors, la politique RSE des entreprises financières semble permettre de restaurer leur légitimité (J. Peillex et B. Comyns, 2020). Nous avons vu que lors de la crise des *Subprimes* en 2008, les entreprises financières les plus responsables ont augmenté de manière significative leur portefeuille de clients. Une bonne politique de RSE, à travers le respect de l'ESG ou une adhésion aux PRI, permettrait donc d'obtenir des avantages compétitifs (barrières concurrentielles, hausse des tarifs, etc.).

Reprenons donc le concept de légitimité de Suchman (1995, p. 574) : « *la perception généralisée que les actions d'une entité sont souhaitables, pertinentes et appropriées avec le système de normes, de valeurs et de croyances socialement construit* ». De là, deux approches théoriques ont émergé : l'approche néo-institutionnelle, selon laquelle les organisations sont légitimes lorsqu'elles se conforment et promeuvent les valeurs que la société exige à un moment donné. Les organisations se conformeraient alors les unes aux autres par mimétisme, laissant peu de place à la créativité managériale (sans parler du rôle central des institutions). Une seconde conception insinue que la légitimité organisationnelle est le résultat de stratégies consciemment mises en place par l'entreprise (Boyd, 2000). Dans ce cadre, il s'agit donc d'influencer le jugement des parties prenantes, sachant que c'est une question de perception. Par conséquent, la conformité des entreprises financières peut être appliquée à ces deux principes. Dans la première optique, la mise en œuvre de l'ISR pourrait être assimilée à la conformité à des normes sociales répandues. Dans la seconde approche, la mise en œuvre de l'ISR pourrait être vue comme une action visant à acquérir ou restaurer la légitimité des entreprises financières (J. Peillex et B. Comyns, 2020).

En somme, on peut dire que le secteur financier - par sa particularité de toucher la quasi-totalité de la population - est très soumis à l'attention du grand public et des médias. Par conséquent, il est très prudent quant à la façon dont il est perçu. Dans cette mesure, sachant que l'attention du public est considérée comme l'un des canaux de légitimité, il devient possible, par l'application de l'ISR dans toutes ses pratiques, de parvenir à la satisfaction des intérêts publics (J. Peillex et B. Comyns, 2020). Permettant, par la même occasion, de légitimer les innovations ISR et l'action des entreprises financières dans un monde en perpétuel changement. La prise en considération des critères extra-financiers devient alors plus que pertinente et son application *via* un consensus, ainsi qu'un cadre réglementaire semble plus que jamais essentiel quant à son déroulement à dessein d'endiguer au mieux les phénomènes dits de *greenwashing*. Au demeurant, il se dégage que le chantier principal réside dans mesure de l'impact des critères ESG, que ce soit au niveau du « E », du « S » ou du « G » ; cela suggère des pistes de recherche, qui après des travaux universitaires dégager des conclusions autour de l'impact extra-financier, à l'image des études en lien avec la performance financière (D-L. Arjaliès, & al. 2020).

C. Pour quelle gouvernance sur les entreprises ?

Les risques systémiques mis en évidence par les crises financières auraient conduit les entreprises à revoir leur gouvernance (notamment les entreprises financières) et à mettre en avant l'importance de la RSE. On y a vu notamment l'incapacité des systèmes de gouvernance des entreprises opérant dans la finance à les protéger contre les prises de risques excessives (J. Peillex, B. Comyns, 2020). Alors que les conseils d'administration devraient en théorie intégrer des mécanismes internes destinés à

réduire les conflits d'agence (conflit entre actionnaires et dirigeants) (Jensen & Meckling, 1976). De surcroît, selon, Reguera-Alvarado et al, 2017, un conseil plus indépendant et diversifié réalignerait les perspectives des managers et des actionnaires. *In fine*, cela permettrait de réduire mécaniquement les coûts découlant des relations d'agence. Par ailleurs, la gouvernance d'entreprise et la composition du conseil d'administration sont importantes pour la réputation et donc pour la légitimité organisationnelle (J. Peillex, B. Comyns, 2020). Dans certains cas, il est possible d'utiliser la structure du conseil d'administration comme stratégie pour renforcer la légitimité éthique de l'organisation en question.

À cette fin, une forme de parité hommes-femmes ou la présence d'administrateurs externes dans les conseils d'administration semble être une composante essentielle. Du point de vue de la conciliation des intérêts de l'entreprise et des parties prenantes. En effet, la présence de ce type d'acteurs devrait permettre, grâce à leur sensibilité, de favoriser les pratiques de RSE. En s'appuyant sur leur plus grande diversité d'expériences (J. Peillex, B. Comyns, 2020). A cet égard, il convient de préciser que le conseil d'administration joue un rôle central dans la légitimité organisationnelle et l'allocation de ressources à la RSE. Par ailleurs, la littérature nous a montré qu'il existe une relation positive entre la diversité de genre des conseils d'administration et sa performance RSE. Ceci s'explique par le fait que cette diversité faciliterait la créativité. Ce cadre permettrait également d'augmenter la quantité et surtout la qualité de la créativité. L'innovation de l'entreprise serait accrue (J. Peillex, B. Comyns, 2020). Ceci est extrêmement important dans un monde en constante évolution structurelle.

Toutefois, la gouvernance ne se limite pas à la relation entre l'entreprise et ses actionnaires. En effet, elle est particulièrement significative dans le contexte des sociétés financières. Tout simplement parce que les décisions de gouvernance ont un impact direct sur les intérêts financiers des dépôts, des emprunteurs, des investisseurs et même des assurés (J. Peillex, B. Comyns, 2020). Dans cette mesure, la réglementation bancaire - avec Bâle notamment - considère que le conseil d'administration est un élément à prendre en compte en tant que tel dans la gestion des risques.

De même, le degré d'indépendance du conseil d'administration est un des éléments de la « bonne gouvernance ». En outre, cela signifie que la présence d'administrateurs externes peut être considérée comme un mécanisme de contrôle des actions et des décisions des dirigeants et des actionnaires (J. Peillex, B. Comyns, 2020). Par conséquent, ils interviendraient lorsque les managers adoptent des comportements opportunistes et irresponsables. Prenons le cadre de la performance financière. Dans ce cas, les administrateurs dits internes (actionnaires, managers) auront tendance à favoriser la prise de décision en faveur de la performance financière à court terme, ce qui, à son tour, conduit aux problèmes systémiques mentionnés ci-dessus. Ainsi, à l'instar des préoccupations ESG, les administrateurs externes auront tendance à favoriser les intérêts financiers à long terme de

l'organisation (J. Peillex, B. Comyns, 2020). De même, les administrateurs externes préféreraient montrer que l'entreprise dans laquelle ils siègent respecte les règles, satisfait l'intérêt des parties prenantes et adopte un comportement socialement responsable (J. Peillex, B. Comyns, 2020). En somme, il devient possible d'affirmer que : lorsque les entreprises ont un conseil d'administration indépendant, leur propension à prêter attention à leur environnement et à sa légitimité sera plus importante. Aussi, empiriquement parlant, les études concluent qu'il existe un lien positif entre le degré d'indépendance du conseil et leur performance RSE.

Enfin, il apparaît que les administrateurs externes sont moins disposés à agir dans le sens des dirigeants. Partant de ce principe, lorsque les directeurs généraux de la structure occupent également le rôle de président du conseil d'administration (dualité), ces mêmes conseils sont moins enclins à faire entrer des administrateurs externes au sein du conseil (J. Peillex, B. Comyns, 2020). Il serait alors approprié de dire que la présence d'un président et d'un directeur général réduirait les étapes de « bonne gouvernance » décrites dans cette section.

La performance sociétale des entreprises (PSE) et en lien avec la notation ESG n'a été que très peu étudiée dans littérature. Pour autant, on pourrait assimiler le concept de PSE directement à l'application des principes énoncés par la RSE au sein du management des entreprises sous une forme évaluable. Dans cette mesure, il devient pertinent de l'appliquer au cadre de la gouvernance des entreprises. Aussi, Vigeo Eiris, a construit un référentiel d'évaluation de la PSE comptant 37 critères en six domaines, à savoir (comme énoncé plus haut) : environnement, engagement sociétal et droits humains, ressources humaines, comportements sur les marchés et gouvernance. Ainsi, dans le cadre de la PSE la gouvernance est surtout analysée sous le prisme des ressources humaines et de la relation entre l'entreprise et les parties prenantes. Aussi, selon Vigeo, la gouvernance se pose comme : « Efficience et probité, effectivité et efficience des mécanismes d'audit et de contrôle, transparence et rationalité de la rémunération des dirigeants » ; cette définition permet d'assez bien cadrer les dimensions suscitées par le « G » de ESG. En outre, on a tendance à oublier, qu'en l'absence immédiat de consensus autour des critères ESG et de l'INF la transparence sur les mécanismes d'audit et de contrôle de l'entreprise est un élément essentiel quant à la détermination de la mesure de l'impact de sa performance extra-financière et financière. Partant, les firmes vertueuses seraient celles qui apposent et adjoignent une transparence sur les méthodologies employées quant à la mesure de la matérialité tant financière qu'extra-financière ; la construction d'un *reporting* RSE plus juste, en somme.

Par ailleurs, il serait intéressant de voir si cette gouvernance a été appliquée à des organisations supranationales telles que l'UE. Examinons maintenant les outils du développement durable en Europe et ce qu'ils impliquent pour l'intégration.

III. UNE APPLICATION DANS LE CADRE D'UNE INTEGRATION SOUTENABLE AU SEIN DE L'UE

L'Union Européenne, en inscrivant les principes du développement durable comme principe constitutionnel, devrait adopter ces principes dans son fonctionnement. Alors, existe-t-il des institutions qui intègrent concrètement les principes du développement durable ? Cette intégration, fait-elle partie d'un projet européen plus large ? De nombreuses questions se posent encore. En effet, un début de réponse serait de dire qu'il existe bien des organisations créées spécifiquement à cet effet au sein de l'UE et qu'il existe un cadre réglementaire qui se met progressivement en place. En outre, on peut d'ores et déjà affirmer que des mesures ont été prises par l'UE. Cependant, à certains égards, elles restent limitées. Il importe de dire que c'est la seule organisation internationale (supranationale) qui applique à ce niveau la prise de conscience de l'urgence écologique que nous vivons. Sans parler des risques systémiques auxquels notre système économique et financier est régulièrement confronté. En outre, dès la suite de la crise de 2008, l'UE a créé un Groupe d'Experts de la Commission sur l'Entrepreneuriat Social qui avait vocation à travailler uniquement sur la mesure d'impact.

A. Les propositions déjà existantes et le plan d'action

Existe-t-il déjà un cadre européen pour la promotion et la mise en œuvre du développement durable ? À vrai dire, il s'agit d'une question plutôt délicate. En outre, l'inclusion du développement durable et de la responsabilité a été officiellement intégrée dans le droit européen, par le biais du traité de Maastricht et du sommet de Cardiff en 1998. Il s'agissait alors de repenser la manière dont le droit est fait. (M. Torre-Schaub, 2012). Au départ, cela devait passer par différents mécanismes notamment par le biais des instruments financiers et économiques qui devaient permettre de soutenir la protection de l'environnement (au travers du financement progressif pour que nous changions nos modes de consommation), dont la finalité concrète aurait été toute la réorganisation du tissu social communautaire. Aussi, dès 2005, l'UE avait décidé d'aller plus loin, en promouvant notamment les marchés publics écologiques, tout en déterminant les objets en termes de performance environnementale et sociale des produits. Dans ce cas, il s'agissait d'établir une coopération entre tous les Etats membres, pour l'établissement d'une solidarité sur la recherche, l'innovation et l'éducation des citoyens ainsi que l'établissement d'un dialogue entre les personnes et les organisations (M. Torre-Schaub, 2012). En outre, il faut dire que l'intégration de la durabilité dans le droit communautaire a entraîné des changements en termes de gouvernance et de structure politique et juridique dans l'UE (avec l'introduction de questions morales telles que l'équité intra et intergénérationnelle, par exemple). Il est également important de souligner que l'UE est la seule région du monde où le développement durable a été érigé en principe constitutionnel. Cependant, malgré cela, il manque de véritables principes pour guider les politiques basées sur le paradigme de la durabilité (M. Torre-

Schaub, 2012). Néanmoins, nous pouvons noter des évolutions dans la gouvernance de l'UE qui, à travers l'institution d'objectifs de développement durable, a ajouté quatre niveaux d'exigences : l'information des citoyens sur les décisions prises, leur consultation, la concertation et la participation, impliquant que les décisions soient prises conjointement. Les conférences de citoyens sont le résultat de cette démocratie participative (M. Torre-Schaub, 2012). De même, il devrait y avoir un accès du public, un accès à l'information environnementale et une prise en compte des résultats des consultations publiques dans le plan final. Or, cette action s'est avérée être pondérée à sa transposition dans les lois nationales, et donc très limitée (M. Torre-Schaub, 2012). En effet, le 16 avril 2013, à la Commission Européenne, une modification de la législation en matière de comptabilité avait été votée, à dessein d'accroître la transparence des grandes sociétés en ce qui traite des critères ESG ; elles auraient dû fournir les informations en lien avec la politique de diversité. Par ailleurs, comme on l'a vu, cette mesure s'est avérée très limitée, en raison de la difficulté afférente à sa transposition nationale.

Il est donc possible de dire désormais, que l'intégration d'une volonté de développement durable (notamment via les moyens financiers), existe depuis longtemps mais manque de concrétisation. Toutefois, les mandats de l'actuelle présidente de la Commission européenne Ursula Von Der Leyen et de la présidente de la Banque centrale européenne Christine Lagarde semblent être animés par l'objectif du développement durable. En témoigne le « Pacte vert » de la Commission, qui vise à faire de l'Europe le premier continent sans carbone grâce au développement des énergies propres et des technologies vertes (M. Tempelman, 2021). L'investissement ayant été identifié comme l'une des principales composantes pour atteindre les objectifs du plan, l'UE a conçu un règlement sur la divulgation des informations relatives à la finance durable (*SFDR*) pour y parvenir (inclusion d'informations précises et cohérentes sur les risques ESG dans les portefeuilles). Cela est également visible à travers les mesures mises en place pour orienter les capitaux vers des activités durables (réglementation et mise en place d'une taxonomie). On le voit, en ce que la Commission Européenne déclare sur son site que : « [afin] d'atteindre les objectifs de l'UE en matière de climat et d'énergie pour 2030 et réaliser les objectifs du Pacte vert européen, il est fondamental d'orienter les investissements vers des projets et des activités durables. La pandémie actuelle de Covid-19 a renforcé la nécessité de réorienter les flux de capitaux vers des projets durables afin de rendre nos économies, nos entreprises et nos sociétés, en particulier nos systèmes de santé, plus résistants aux chocs et aux risques climatiques et environnementaux, avec des avantages connexes évidents pour la santé »². A la lumière de ces éléments, il semble donc que l'UE considère le levier de la finance verte comme essentielle vers une transition écologique, sociale et gouvernementale soutenable. Pour Christine Lagarde, cela passerait par la mise en place d'une unification des marchés de capitaux dans l'UE pour

permettre le financement de la transition. En effet, selon elle, une fragmentation des marchés nationaux pourrait limiter notre capacité à financer les investissements futurs (*Speech by Christine Lagarde, at the European Commission's high-level conference on the proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive, 6 may 2021*). Nous constatons ici qu'il existe une volonté intégrative de passer de la finance traditionnelle à une finance davantage guidée par les principes louables de l'ISR.

Il est également pertinent de noter la transformation, depuis 2019, de la Banque européenne d'investissement (BEI) vers une banque climatique (A, Fayolle, 2020). De plus, cela se traduit par une augmentation de 50% de son activité vers des investissements dits ISR, d'ici 2025. En bref, l'objectif principal de la BEI est désormais de lutter contre le changement climatique et la dégradation de l'environnement. Avec le principe énoncé par Ambroise Fayolle (l'un de ses vice-présidents) : « *la croissance de demain repose sur la compétence de nos entreprises et de nos territoires qui, pour être résilients, doivent s'inscrire dans une dynamique de transition énergétique et écologique* ». (A, Fayolle, 2020).

De même, la crise du COVID-19, ayant mis en évidence nos failles systémiques, a impulsé une accélération des mesures prises par l'UE pour une transition écologique, notamment via une modification de la structure du financement (plan d'union des marchés de capitaux, renforcement de la résilience de l'économie européenne, etc.) (O. Guersent, 2020). Il est également important de noter la multiplication des mesures d'intégration des critères ESG, tant dans l'économie dite « réelle » que dans le secteur financier.

Pour comprendre ce qui se fait dans l'Union européenne, nous devons revenir sur les options politiques existantes et sur le plan d'action. Nous reviendrons donc sur les choses qui ont été (ou seront) mises en place.

Pour ce faire, il est important de revenir sur un organisme qui n'a pratiquement plus qu'une seule ambition, celle de lutter contre le réchauffement climatique. Nous allons donc traiter de la BEI et de sa transition vers la Banque Européenne pour le climat. En effet, depuis 2019, la BEI a entamé sa transition vers le domaine du climat, avec une augmentation de 50% de son activité pour les investissements verts d'ici 2025. Cela comprend 1 000 milliards d'euros de financements climatiques (A. Fayolle, 2020). Sur cette base, l'environnement est l'un des quatre objectifs prioritaires de la BEI. Avec le financement de l'innovation, des PME et des infrastructures. Ces objectifs sont donc conciliables et peuvent s'inscrire dans une même démarche. Chaque année, la BEI consacre environ un quart de son volume total d'activité, soit 16 milliards d'euros. On retrouve donc des dimensions telles que le traitement des eaux, l'isolation thermique des bâtiments, la biodiversité, la mobilité, les

énergies renouvelables, etc. De même, la BEI a été un précurseur dans la lutte contre le changement climatique, en développant le marché des obligations vertes en 2007. Avec un objectif de 25% du total de ses financements dédiés au climat, puis 35% hors UE. A ce titre, depuis la COP21, la BEI se positionne comme le premier acteur public du financement de la lutte contre le changement climatique. La nécessité d'une plus grande coordination des ressources au niveau de l'UE en matière de lutte contre le changement climatique a également été mise en avant dans les débats entourant les élections européennes de 2019. Le projet *Green Deal* porté par la présidente de la Commission, Ursula von der Leyen, s'inscrit dans cette démarche.

Dans cette optique, la BEI a lancé une révision de sa politique de financement de l'énergie, en ajoutant des représentants des États aux experts de l'institution (A. Fayolle, 2020). Pour répondre à cette stratégie, la BEI a annoncé deux stratégies depuis fin 2019. Tout d'abord, il y a les mesures quantitatives. C'est l'augmentation du volume des investissements dédiés à l'action climatique et environnementale. On parle d'une augmentation quantifiée de 50% du volume annuel des financements. Cela signifie que le volume d'activité passera de 18 à 30 milliards d'euros. De plus, la BEI a un effet catalyseur, c'est-à-dire que lorsqu'elle agit, elle envoie un signal positif aux marchés, qui seront enclins à investir dans la même direction (A. Fayolle, 2020). Cet axe s'inscrit donc dans le cadre du *Green Deal* Européen. Le deuxième axe se concentre sur la qualité des actifs investis. En outre, il faudra veiller à ce que l'activité dans son ensemble ne nuise pas au climat et à l'environnement. Par conséquent, ces investissements sont à 100% en ligne avec les accords de Paris. De même, la BEI s'engage à respecter les trajectoires définies par les États (*NDC, nationally determined contributions*). Engagement basé sur la taxonomie européenne (A. Fayolle, 2020).

Il faut dire aussi que la BEI s'oriente vers une accélération de sa transformation. En effet, la décision unanime du Conseil d'administration démontre le fort soutien des États. Aussi, la BEI soutiendra les objectifs du *Green Deal* et du développement durable en dehors de l'UE. La fiche est divisée en quatre domaines :

Il s'agit d'abord d'accélérer la transition, comme nous l'avons vu. A travers le suivi des objectifs du pacte vert, le renforcement de la résilience, la lutte contre le changement climatique ou la protection de la nature. Cela permettra, entre autres, de renforcer le dialogue avec les États de l'UE, d'augmenter le niveau de coordination et d'intégration, en développant des activités innovantes par exemple.

Le deuxième axe repose sur la garantie d'une transition juste pour tous. Il s'agit ici d'accompagner chaque citoyen, pour qu'aucun ne soit laissé pour compte. Il s'agit donc de l'accompagnement social de la transition. Il faut pour cela soutenir des domaines tels que le développement social, la durabilité environnementale, l'égalité entre les hommes et les femmes, les États fragiles et la migration.

Le troisième pilier concerne le soutien aux opérations conformes aux accords de Paris. Pour ce faire, il sera nécessaire de les adapter à tous les produits de la banque.

Enfin, le quatrième pilier consistera à renforcer la cohérence stratégique et la responsabilité des banques. Il s'agit de mettre en place des politiques adaptées aux besoins identifiés, et donc d'adapter sa politique tout en étant transparent. L'objectif est de s'adapter à la durabilité sociale et environnementale, en accord avec la taxonomie européenne et le *Green Deal* (A. Fayolle, 2020).

Au regard de ces éléments, la BEI apparaît comme un acteur institutionnel majeur, tant à l'échelle européenne que mondiale. La dynamique qu'elle a créée pour mettre en œuvre des financements massifs en faveur du changement climatique et social semble légitime, compte tenu de la crédibilité technique et institutionnelle, qu'elle a acquise au fil des années. Cela inclut le soutien aux marchés de capitaux verts.

Avant de traiter plus en détail des mesures porter par l'UE, il importe de revenir sur la Directive sur la Publication d'Informations extra-financières (NFRD), qui vient répondre au débat sur la matérialité. En effet, au sein de la NFRD, germe l'idée d'une « double matérialité », c'est-à-dire qu'on considérerait à la fois la matérialité financière, mais aussi la mesure de l'impact (cf : Figure 11).

	GRI	IIRC	SASB	TCFD
Objet	Durabilité	Durabilité et finance	Durabilité	Climat
Type	Standards	Cadre de reporting	Standards	Cadre de reporting
Champ couvert	Matérialité Général et sectoriel	Général	Matérialité financière Sectoriel	Général et sectoriel
Audience	Toutes les parties prenantes	Investisseurs	Investisseurs	Investisseurs
Support	Rapport annuel	Rapport intégré	Communication financière	Rapports financiers

Figure 11 : Des cadres et standards de *reporting* qui répondent à des objectifs divers (J. Ansidei, & N. Leandri, 2021)

Par ailleurs, l'une des principales mesures prises par l'UE en faveur de l'intégration et de l'ISR est sa nouvelle taxonomie ; celle-ci a pour dessein de mettre un place un système de méthodes qui permettrait la mise en place d'une classification des activités économique permettant une atténuation du changement climatique. Les objectifs affichés par l'UE en lien avec la Taxonomie, sont de ceux suggérant un changement de paradigme doux. Ils détaillent trois idées principales : la réorientation des flux de capitaux vers des investissements durables (croissance soutenable), gérer les risques

financiers découlant de l'urgence climatique et favoriser la transparence et le long terme dans l'activité financière et l'économie. Dans ce cadre, la taxonomie a vocation à apporter un langage commun, une forme de consensus aux activités contributives au DD. A cet fin, la taxonomie permettrait d'obtenir un cadre référentiel sécurisant pour les investisseurs, suggérant un endiguement du *greenwashing*, une aide pour les entreprises quant à leur transition écologique, atténuer la fragmentation des marchés financiers, puis surtout d'orienter les flux d'investissement là où il en est le besoin urgent (Della Croce, & al., 2011). En effet, le 21 avril 2021, la Commission européenne a adopté un ensemble de mesures permettant de mieux orienter les flux de capitaux vers des activités durables. Ces mesures s'inscrivent bien sûr dans la perspective d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2050, notamment en investissant dans des technologies et des entreprises plus durables. La taxonomie est l'aboutissement d'un long travail d'investigation et de recherche mené par le *Technical Group on Sustainable Finance (TEG)*, le 22 juin 2020 l'Union Européenne adoptait les conditions générales qu'une activité se doit de remplir pour être considérée comme durable environnementalement parlant. Cette taxonomie est donc basée sur trois grands ensembles de mesures, publiés dans un communiqué de presse de la Commission européenne (D. Ferrie et A. Apostola, 2021). Il s'agit de l'acte délégué sur le changement climatique (qui donne une image plus claire des activités économiques qui contribuent aux objectifs environnementaux de l'UE). Une proposition de directive sur les rapports de durabilité des entreprises (*CRSD*), qui vise à améliorer le flux d'informations sur la durabilité et donc à harmoniser les rapports de durabilité. Deuxièmement, l'introduction de six actes délégués sur les obligations fiduciaires et le conseil en investissement. Ces mesures font partie du Pacte vert européen, qui vise à améliorer le bien-être et la santé des citoyens européens et à atteindre la neutralité climatique d'ici 2050. Dans ce contexte, il est plus que jamais nécessaire d'offrir aux entreprises (quelles qu'elles soient) un cadre de durabilité complet pour changer leurs modèles d'affaires.

Examinons plus en détail le contenu de ces mesures. En outre, en ce qui concerne l'acte délégué. L'objectif de la taxonomie est de créer un outil solide basé sur des données scientifiques qui constituerait une référence commune pour tous les investisseurs. Il serait ainsi plus facile d'identifier les projets ayant un impact positif sur le climat et l'environnement. Elle imposera des obligations de divulgation aux entreprises. La base de données scientifiques devrait être maintenue par un groupe d'experts techniques (*TEG*) sur la finance durable. En outre, l'acte délégué sur la taxonomie de l'UE sera un document vivant ; des modifications seront apportées en fonction de l'évolution des priorités, des événements, des progrès techniques, etc. Les critères seront donc révisés régulièrement (D. Ferrie et A. Apostola, 2021).

La taxonomie pose six objectifs environnementaux comme motif d'atténuation du changement climatique, énoncé ci-après : atténuation du changement climatique, adaptation au changement

climatique, utilisation durable et protection de l'eau et des ressources marines, transition vers une économie circulaire, prévention et contrôle de la pollution, et enfin la protection et restauration de la biodiversité des écosystèmes. Dans l'objectif qu'une activité soit considérée comme durable, *de facto*, l'activité doit convenir d'au moins l'un quelconque des six objectifs environnementaux tout en ayant pas d'impact négatifs sur les cinq restants. En l'état, seuls les deux premiers objectifs disposent de précisions réglementaires apportées par le TEG. La taxonomie fut construite sous l'égide d'une approche sectorielle certaine, ainsi elle a développé la nomenclature suivante :

- Les technologies utilisées pour la communication et l'information ;
- L'eau, les déchets et les égouts ;
- Le bâtiment ;
- Les transports
- La production industrielle ;
- L'agriculture et l'entretien des forêts ;
- L'approvisionnement en gaz, électricité, vapeur et air conditionné.
- Dans cette démarche, se dégagent trois catégories :
- Les activités neutres ou à faible intensité carbone ;
- Les activités en transition, soit celles permettant un scénario zéro émission en 2050 ;
- Les activités rendant possible la transition, c'est-à-dire qui permettrait à d'autres entreprises de réduire leurs émissions de gaz à effet de serre.

En ce qui traite des activités dites « vertes » celles-ci se voient directement associées au cadre de la taxonomie, ce indépendamment des émissions carbone, mais avec les garanties sociales minimums et le respect de la *Do no significant harm* (DNSH). Concernant les activités de transition, il est un seuil minimal d'émission carbone qui est exigée afin qu'elle soit considérée comme durable ou non. Concernant l'attribution des seuils par secteurs, la taxonomie en prévaut plusieurs d'ici à 2050 afin d'arriver à une transition douce. Malgré tout, certaines activités ne sont pas considérées au sein de la taxonomie. Selon A. Creti (2021), on peut les découper en trois : les activités ayant un impact considérable en termes d'emploi mais ayant peu d'émissions carbone, les activités économiques à forte intensité de carbone, pouvant néanmoins être substitués à terme avec les progrès techniques (aviation, marine, etc.), enfin les activités économiques à forte intensité carbone qui sont entièrement substituable à terme grâce à des progrès techniques d'ores et déjà existants (la combustion pétrolière ou de charbon).

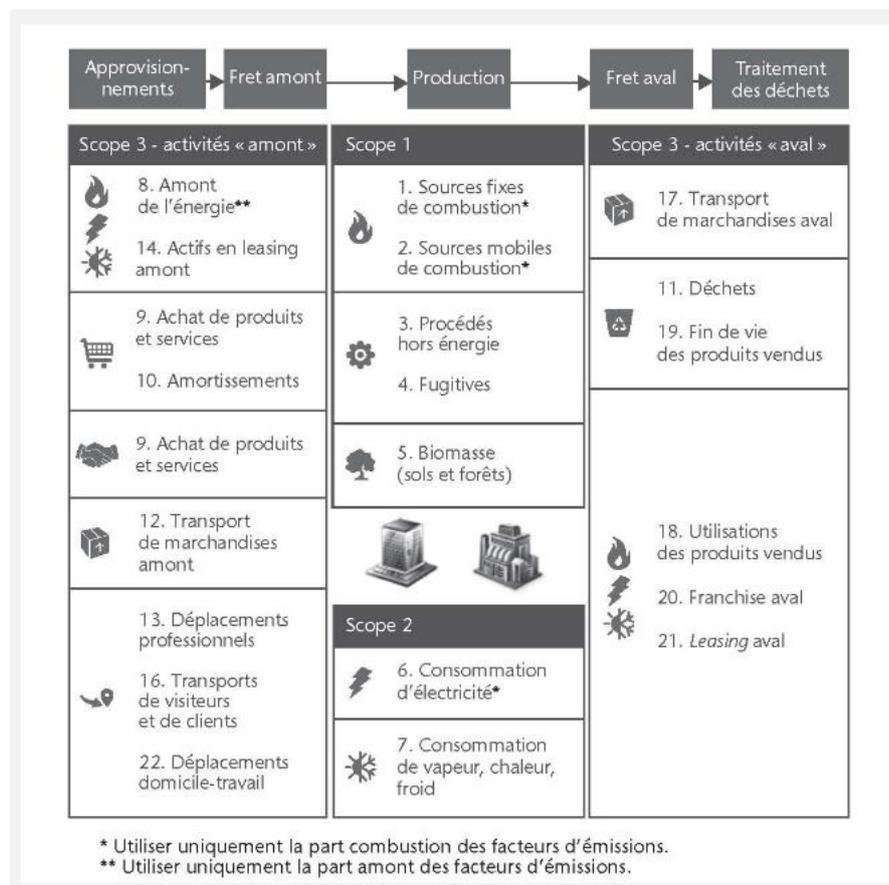


Figure 12 : Les trois scopes du bilan carbone (J. Ansidei, & N. Leandri, 2021)

Parlons maintenant de la directive sur la publication d'informations ; la taxonomie a pour premier secteur visé le secteur financier. Son objectif est simple, permettre aux rapports non financiers (durabilité) d'égaliser les exigences en matière de rapports financiers purs. Pour l'instant, cela sera obligatoire pour les grandes entreprises (plus de 500 employés) et toutes les sociétés cotées en bourse. Toutefois, les PME pourront fournir ces informations - sur une base volontaire - par le biais de normes correspondant à leur niveau d'activité. En résumé, cette directive vise à faire en sorte que les entreprises soient tenues de publier des informations financières fiables et comparables sur la durabilité. Une telle directive devrait permettre aux entreprises de travailler à partir d'un ensemble unique de normes. Cela permettra de concilier les attentes et les besoins d'information des investisseurs et des parties prenantes (D. Ferrie et A. Apostola, 2021). A l'égard des produits financiers, celui-ci procède également à une distinction entre trois types de produits spécifiques qui sont soumis à des exigences de transparences plus importantes :

1. Les produits d'investissement traditionnels ;
2. Les produits ayant acte de la « promotion des caractéristiques environnementales et/ou sociales », article 8 du SFDR ;

3. Les produits ayant trait à « l'investissement durable », article 9 du *SFDR*, celle-ci vient compléter et ajuster les exigences de l'article 8.

Enfin, concernant les actes délégués. Ils visent à encourager le système financier à soutenir les entreprises qui s'orientent vers la durabilité (et celles qui le sont déjà) tout en freinant autant que possible le *greenwashing* :

- Conseil en investissement et en assurance : les conseillers seront obligés de discuter avec les clients de la durabilité de l'investissement réalisé.
- Obligations fiduciaires : les obligations que les entreprises doivent veiller à remplir ont été clarifiées, sur les risques liés à la durabilité.
- Supervision et gouvernance des produits d'investissement et d'assurance : désormais, les concepteurs de ces produits seront obligés de prendre en compte le facteur de durabilité dans leur conception.

On peut donc dire que l'UE a mis en place plusieurs mesures pour permettre la transition de son système financier vers un système plus intégré et durable, attentif aux questions d'ISR. À cette fin, une taxonomie, des réglementations en matière de divulgation et des réglementations sur les indices utilisés comme référence ont été créées pour permettre aux investisseurs d'identifier (par consensus) les investissements durables (D. Ferrie et A. Apostola, 2021). Bien que la taxonomie ne dispose pas encore d'un cadre optimal de développement, il n'en demeure pas moins, qu'on pourrait induire certaines applications. A. Creti (2021), en énoncé deux possibles :

L'évaluation des performances climatiques de nouveaux investissements, il deviendrait possible de mesurer la pertinence de ceux-ci, ainsi que la part des dépenses alignées sur la taxonomie (CAPEX). La taxonomie pourrait être intégrée à des niveaux tant de l'UE que national avec le programme *InvestEU* par exemple qui vient en remplacement du Fonds européen d'investissement stratégique. La mesure pertinente dans ce cadre serait la part des dépenses d'investissements affectés à la taxonomie (CAPEX)

L'évaluation des performances d'une entreprise individuelle ou d'un portefeuille ; la taxonomie permettrait d'apporter des éclairages importants en matière de décisions d'investissements. Il deviendrait possible en pareil situation de préférer un produit ou un investissement relativement à un autre, en vertu des principes vertueux que la taxonomie lui accorderait. Aussi, la mesure des dépenses d'exploitation (OPEX) serait vu comme un indicateur pertinent de mesure. Une dernière application résiderait en ce que les entreprises pourraient à titre individuelle, mesurer si les exigences institutionnelles en matière de climat sont atteignables ou non.

Aussi, on peut noter la volonté de création d'indices boursiers favorables à la transition au sein de l'Union Européenne. Partant, le troisième règlement européen du plan d'action, en propose deux dont

la fin est bien indexée au cahier des charges commun, transparent et soumis à des exigences spécifiques ; ceux-ci sont : le *Climate Transition Benchmark* (CTB) et le *Paris-Aligned Benchmark* (PAB) plus ambitieux, ils ont tous deux comme fondement la fiabilisation des données d'émissions carbone. Ainsi, avec la déclaration de grands fournisseurs indicielles – agences de notations telles que MSCI, Standard & Poor's, ISS, etc. – désireux de compatibiliser leur indice avec le cahier des charges du plan d'action de l'UE, il est possible d'admettre que la création de ces deux indices boursiers avait vocation à inciter l'innovation et la transparence en ce qui traite des critères ESG et la publication des indicateurs. Dans une démarche similaire, l'Europe a été désireuse de créer des produits « verts » tendant vers une harmonisation. Ainsi, on a vu la création d'un standard européen à propos des *green bond* apportant un cadre réglementaire – contrairement à jadis où il s'agissait d'un marché autorégulé – avec la *European Union Green Bond Standard*, il adviendrait une transparence et d'intégrité du marché pour les investisseurs. On a également la création d'un label vert, à l'instar du label GreenFin français, celui-ci prendrait origine sur les éco-label d'ores et déjà existants en Europe (biens & services).

Il est également difficile de ne pas évoquer la question de la gestion de la crise de la pandémie COVID-19. En effet, cette crise a été l'occasion de renforcer la coopération en Europe et de mettre en place des mesures sans précédent pour contenir cette crise, d'abord sur le plan sanitaire, puis sur le plan économique et humain. Ainsi, des mesures financières exceptionnelles ont été mises en place, comme l'autorisation par la Commission européenne d'environ 3 000 milliards d'euros d'aides publiques supplémentaires - ce qui représente une autorisation de décaissement (O. Guersent, 2020). Par conséquent, de nombreux prêts garantis par l'État ont été créés en Europe pour cette raison. Cependant, les disparités existantes entre les États en termes d'action budgétaire ont conduit l'UE à mettre en place d'autres mesures. Ainsi, un plan de relance de 750 milliards d'euros a été lancé par la présidente Ursula von der Leyen. Cependant, la subtilité de ce plan de relance réside dans son financement. En effet, sur les 750 milliards d'euros, près de la moitié est fournie sous forme d'aide directe et donc non remboursable. Il a donc été financé par une dette commune, afin de soutenir la reprise d'une croissance vigoureuse et durable dans les États membres les plus touchés (O. Guersent, 2020). L'innovation ici réside dans la nature multiétatique du financement. Il s'agit d'un effort conjoint, démontrant une volonté de coordination au sein de l'UE. Mais également, qu'une discipline commune et une solidarité sont au service de tous dans l'UE. De même, ce plan sert les objectifs d'un cercle vertueux. On a vu jusqu'à présent que les réponses fiscales et monétaires ont permis de contenir les crises provoquées par les défaillances du système. Le défi aujourd'hui est de créer les conditions d'une reprise, qui ne soit pas financée comme traditionnellement par la dette, mais par des injections de capitaux. Cela permettrait de mettre le système en conformité avec les objectifs à long terme souhaités par l'Europe. Il s'agirait notamment d'un mécanisme de relance et de résilience qui s'appuierait sur

plusieurs plans. Il devrait permettre de réussir la double transition souhaitée par l'Europe, dans l'économie numérique et environnementale. Nous avons donc différents plans qui commencent à prendre forme, notamment sur l'Union des marchés de capitaux, la stratégie de la finance numérique ou encore l'adoption future de la stratégie de la finance durable (O. Guersent, 2020), que nous appelons *Next Generation EU*. On peut donc dire qu'à travers ces plans, et la mutualisation des risques (emprunts), il s'agit d'une étape très importante dans la construction européenne (P. Berès, 2020). On le voit notamment car dans le plan de relance de 750 milliards d'euros, sur le total des subventions (390) 312,5 milliards d'euros ont été alloués au Fonds de Relance et de Résilience (FRR). Par ailleurs, à travers cette mutualisation des dépenses, on constate que le poids des États et de l'intergouvernemental s'est renforcé dans la gouvernance de l'Union européenne (P. Berès, 2020).

B. Quels défauts comportent les actions d'ores et déjà mises en place ?

Souvent, lorsqu'on évoque l'Union européenne en public, les gens la considèrent comme limitée. Nous entendons par là que les prérogatives de l'Union (bien que non limitées) s'arrêteraient là où les États membres le souhaiteraient. Cela signifie que la souveraineté des États serait supérieure à la souveraineté supranationale. De plus, cela pourrait être perçu au sens où les mesures prises par l'Union doivent être applicables et transcrites dans le droit des États-membres. Ce serait la première critique à formuler car les États pourraient par exemple décider de payer une amende au lieu de suivre les directives. A cet égard, comme nous l'avons vu plus haut, certaines mesures ont un impact très limité, soit parce qu'elles sont trop ambitieuses, soit uniquement en raison des disparités de développement qui peuvent exister dans l'Union.

Dans le domaine de la régulation financière, il est important de noter la création potentielle d'un marché secondaire pour les prêts non performants, qui ferait suite à une demande de la BCE de ne pas distribuer de dividendes en mars 2020 (P. Berès, 2020). En outre, cela met en évidence les problèmes liés à l'insolvabilité et au recouvrement des dettes. De même, cela a mis en évidence la nécessité de réformer, voire de remettre en cause le pacte de stabilité de l'Union européenne. De nombreuses questions devront être soulevées, mêlant divers problèmes allant de l'intégration à un fonctionnement plus technique. On peut citer la capacité d'analyser une orientation budgétaire globale dans la zone euro, la nécessité de réduire les divergences entre les États, la prise en compte des besoins d'investissement à long terme et des dépenses pour financer les biens communs, la santé et le système hospitalier ou le pacte vert, etc. Repenser l'UE devient alors une notion plurielle, qui nécessitera de nombreux changements à bien des égards, dont l'impératif de penser son autonomie et sa souveraineté. Aussi, les travaux engagés sur la transition écologique ont mis en évidence la difficulté de mettre en œuvre la création de normes comptables pour l'intégration des critères ESG. En l'occurrence, la crise du COVID-19 nous a également montré nos lacunes en matière de changement.

En effet, ce n'est qu'avec le déclenchement de cette crise que nous avons pu réaliser des transformations qui auraient pris beaucoup plus de temps en temps ordinaire. On pense ici au développement de l'enseignement à distance, de la télémédecine, des interactions socio-économiques à distance, etc. Ces changements auront néanmoins de nombreux effets irréversibles sur nos façons de faire et de fonctionner (P. Geoffron, 2020).

Par ailleurs, un rapport de l'Énergie de la Francophonie en 2011 (H. Marhold et S. Pouffary) indique qu'il est important de s'interroger sur la légitimité du système. En effet, il existe un nombre assez important d'institutions agissant pour le développement durable ou l'ISR en général. Néanmoins, même s'il existe une impulsion assez importante avec les actions mises en place par l'UE, la légitimité du pouvoir semble être très importante. Pour qu'une institution fonctionne pleinement, il faut qu'elle ait un pouvoir légitime associé à ses compétences ; cette question est d'autant plus importante dans les institutions supranationales qui dépassent les intérêts des nations individuelles. Il semble donc qu'une forme d'unanimité dans la gouvernance puisse être établie - au moins au niveau de l'UE - pour pouvoir résoudre et arbitrer de manière appropriée les questions en jeu. C'est pourquoi, dans une certaine mesure, les structures de l'Union Européenne font encore l'objet d'un débat aujourd'hui.

Il est vrai que malgré des actions assez marquées par l'UE, le cadre de la taxonomie inquiète toujours en ce qu'il n'est pas complet. En outre, le TEG n'a pas encore apporté de nombreux éléments à l'égard de la définition des indicateurs d'impact au sein des activités économiques, ce qui pose problème. Aussi, l'essentiel des propositions engrangées par la taxonomie demeurent, en l'état, simplement optionnelles, ce qui, bien qu'il soit une transparence concernant la construction des indicateurs référentiels en Europe pourrait causer problème. Le résultat serait l'apparition de comportements dits « opportunités » de la part de certaines entreprises ou fonds à seul dessein d'encourager les investisseurs à conforter leur caractère vertueux, cela leur permettrait alors de générer davantage de profits. Pareillement, bien que la création d'un cadre référentiel autour des obligations vertes ou la création de labels et d'indices, soient appréciables en ce qu'ils permettent justement d'apporter une forme de consensus autour des dimensions ESG qui fondent l'ISR ; il semble que ceux-ci pourraient également accentuer le sentiment de flou entourant l'investisseur, car ils viendraient s'ajouter à la pléthore de ces indicateurs d'ores et déjà existant.

En d'autres termes, bien que le plan d'action de l'UE ait été songé afin de répondre à l'urgence climatique en tentant d'orienter davantage le secteur financier vers une durabilité plus grande ; on ignore toujours si l'action de ces politiques sera concluante. Partant, le caractère novateur et récent de ces mesures laisse place à une incertitude certaine quant à l'impact qu'elles auront réellement – notamment à propos de la matérialité dans toutes ses acceptions. Dès lors, on a vu que les objectifs des politiques innovantes de l'UE reposés sur l'idée d'une redirection avantageuse des capitaux vers

l'investissement soutenable ; tout en permettant, une gestion des risques du dérèglement climatique et par extension des risques systémiques, puis la transparence et l'orientation à long terme des organisations. Il est donc judicieux de se questionner pour déterminer si cela est suffisant ? Lorsque les travaux du *TEG*, ainsi que l'application de ces mesures seront davantage effectives sur les Etats-membres il deviendra possible d'évaluer leur pertinence en termes de gouvernance supranationale. Par ailleurs, le cadre référentiel induit par l'apparition d'un standard Européen autour des *green bonds* est intéressant dans la mesure où celui-ci permet d'apporter de la standardisation dans un marché qui était jusqu'à lors autorégulé. Toutefois, on pourrait craindre la création d'une bulle spéculative du vert liée au caractère *mainstream* faisant les contours de l'émergence des réglementations financière au sein de l'UE ; les auteurs J. Ansidei, & N. Leandri, 2021 estiment néanmoins que les montants et le développement de l'ISR ne permettent pas en l'état l'émergence d'une pareille bulle.

Enfin, on peut dire que malgré les mesures qui vont dans le sens d'une plus grande intégration, tant en termes d'ISR que de gouvernance intergouvernementale, il reste encore beaucoup de questions sans réponse et de problèmes dans l'application de certaines mesures. Certains auteurs préconisent un véritable changement du système financier à propos de la régulation financière, en posant le risque systémique comme hypothèse fondatrice de l'efficacité des marchés (S. Adalid, 2020). Il s'agirait de changer le paradigme de la légitimité en considérant la responsabilité collective, pour penser le risque collectif. Il deviendrait alors possible, à l'image de la déclaration de Keynes, de supprimer la liquidité en interdisant la cession de titres financiers par leur acheteur initial (S. Adalid, 2020). Tout simplement parce que « *les détenteurs de fonds à placer seraient obligés de porter leur attention sur les perspectives à long terme et sur elles seules* » (J.-M. Keynes, Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie). De plus, selon Sébastien Adalid (2020), cette mesure permettrait de résoudre la principale source de risque systémique en considérant le long terme. Il convient donc de se demander quelles sont les réelles limites des actions mises en œuvre.

C. *Qu'est-ce qui devrait mis en place pour améliorer l'action de l'UE ?*

Malgré la mise en œuvre de nombreuses mesures, qui ont été renforcées, réinventées ou prises d'urgence en raison de la pandémie de COVID-19, il reste des zones d'ombre et des limites à ces mesures. Par exemple, malgré l'initiative *Next Generation EU*, qui vise à mettre en place une forme d'union des marchés de capitaux par la création de fonds nationaux, voire régionaux (couvrant plusieurs États membres), dirigés par un gestionnaire d'actifs privé - même si l'argent proviendrait d'investisseurs institutionnels (O. Guersent, 2020) ; Christine Lagarde déplore le fait que l'action ne soit pas assez rapide, voire inexistante. En effet, la mise en place de cette initiative serait un pas en avant vers une plus grande intégration et un endiguement progressif des risques systémiques. En effet, ces fonds seraient mandatés pour investir dans le capital des entreprises, pour renforcer leur

solvabilité et ainsi créer des bénéfiques à long terme (comme l'orientation des fonds ISR). De cette manière, l'argent de l'Europe garantirait une valeur nette d'inventaire minimale de la part du fonds à un moment précis. Cela permettrait aux fonds d'entrer du capital en période de crise et d'en sortir, *ceteris paribus*, en période de prospérité. Le coût budgétaire total serait alors nul, mais grâce à la garantie, les investisseurs institutionnels disposeraient d'un long horizon d'investissement. Un tel système permettrait d'accélérer la mise en œuvre de l'Union des marchés de capitaux, tout en permettant une transition écologique et compétitive, en finançant la décarbonisation ou le numérique.

Pour rester dans le domaine monétaire, il est possible de traiter des politiques des banques centrales. En effet, ce sont très souvent elles qui doivent rapidement mettre en place une série de mesures pour contrer les crises systémiques. C'est ce qu'elles ont fait à nouveau pour la crise du COVID-19, en étant plus axées sur l'innovation que lors de la crise des *Subprimes, Quantitative & Qualitative easing*, etc.). Aussi, il sera nécessaire d'être innovant, car le modèle économique d'avant la crise COVID-19, basé sur la valeur actionnariale et la neutralité monétaire, n'est plus viable. En outre, il nous faut apprendre à vivre avec une dette publique élevée (M. Aglietta et S. Khanniche, 2020). Dans le sens où les dépenses en biens communs contribuent grandement à la maîtrise du changement climatique. Une première piste serait de prendre en compte les risques climatiques dans les collatéraux acceptés par les banques centrales. A terme, nous aurions mécaniquement une diminution des actifs intensifs en carbone, par exemple, à travers le signal envoyé aux marchés financiers. Nous aurions aussi, en théorie, un signal de l'importance de la prise en compte des risques climatiques pour les investisseurs, augmentant, par le jeu de l'offre et de la demande, le prix des actifs verts (M. Aglietta et S. Khanniche, 2020). Par ailleurs, les banques centrales, en tant qu'acteurs majeurs sur les marchés de capitaux, peuvent utiliser les politiques macroprudentielle et monétaire pour induire une démarche de développement durable. Dans cette mesure, les risques de matérialité et de transition devraient être ajoutés aux tests de résistance des actifs (exigence de mesure de l'impact des politiques extra-financière et non-plus de leur matérialité financière). De même, les garanties pourraient être ajustées pour tenir compte de la sous-évaluation des intermédiaires financiers. Cependant, une telle opération devrait être coordonnée avec d'autres institutions publiques pour fonctionner de manière optimale (M. Aglietta et S. Khanniche, 2020). Il semble donc que les banques centrales n'auraient même pas besoin d'un réel changement structurel pour agir favorablement pour le développement durable, et favoriser l'ISR.

Un autre axe d'amélioration des mesures prises par l'UE serait les critères extra-financiers. En effet, comme nous l'avons vu dans la partie I. avec la crise du COVID-19, il est un regain d'intérêt pour les questions ESG. Aussi, l'action environnementale et climatique pourrait également être mieux prise en compte par le marché. Il n'est pas certain que les critères ESG reste une priorité à l'avenir. En tout cas,

en l'état actuel, les investisseurs ont une propension importante à investir dans des actifs ISR ce qui est positif. Dans la mesure où cela permettrait la mise en place d'un certain nombre de réglementations, notamment au niveau européen (J.J. Barbéris, et al., 2020). Au sein de l'Union européenne, sa traduction en est : le plan d'action sur la finance durable, la taxonomie ou la création de labels européens pour les produits financiers verts. Par ailleurs, ces initiatives doivent être perfectionnées pour les adapter à l'écosystème européen global et prendre en compte les risques systémiques. Désormais, le défi sera de réussir à réconcilier tous les acteurs autour de la nouvelle réglementation. Il appartiendra aux autorités européennes d'assurer cette cohérence au niveau intergouvernemental, mais principalement sur le plan législatif. Par exemple, malgré son ambition et son impact très positif, notamment sur la question du consensus, l'obligation de transparence des entreprises sur les politiques qu'elles mettent en œuvre pour l'intégration des risques de durabilité et des impacts graves, n'est pas sans poser problème. Certaines des données nécessaires à cette mise en œuvre sont susceptibles de manquer. Par exemple, le manque de données fiables et harmonisées en provenance des organismes faisant l'écosystème des marchés (J.J. Barbéris, et al., 2020).

La réglementation de la finance verte progresse malgré tout assez bien ; les considérations sociales et de gouvernances demeurent sous-développées (J.J. Barbéris, et al., 2020). À cet effet, les prochains examens qui auront lieu avant l'adoption de ces différentes directives semblent être au cœur de la capacité de l'UE à développer une norme autonome (consensus) pour le *reporting* non-financier. Avec l'inclusion de critères sociaux et de gouvernance indexés sur la structure des opérations européennes. On attend donc beaucoup de la capacité de l'Europe à développer une taxonomie sociale harmonisée pour compléter la taxonomie verte en cours de discussion (J.J. Barbéris, et al., 2020).

Il convient toutefois de noter que les mesures sont prises pour initier une Union des marchés de capitaux (orientation à long terme & durabilité), que ces projets réorientent l'épargne vers l'investissement à long terme. L'industrie de la gestion d'actifs aura alors un rôle central à jouer en intégrant réellement les standards ISR (indexés par les PRI ou les critères ESG par exemple), pour répondre aux besoins actuels. Il est néanmoins à déplorer que ce plan d'action ne prenne pas en compte les critères ESG, ni l'absence de réponse au problème de « *l'orientation à court terme de la réglementation financière actuelle* » (J.J. Barbéris, et al., 2020). En effet, une interrogation demeure quant à savoir si la taxonomie verte suffirait à dresser les contours des activités vertes. Peut-être qu'il faudrait – en complément – la création d'une « taxonomie brune » qui établirait une liste d'exclusion des activités non-durable en raison de leur caractère trop émissif en terme carbone. Il deviendrait alors possible d'exclure les investissements à impact non-durable, tout en autorisant les fonds d'investissements ISR à s'orienter vers des activités non-couvertes en raison de leur faible intensité d'émissions carbone (A Creti 2021).

En somme, la mise en place du plan d'action de l'Union Européenne – notamment grâce au *Green Deal* – est une forme de gouvernance innovante à bien des égards. Premièrement, l'UE est la première institution supranationale à procéder à des politiques semblables et à un degré aussi important. Deuxième, le caractère holistique des politiques impulsé par le *Green Deal* permet de proposer un schéma de fonctionnement nouveau de l'UE ; il s'agit désormais de considérer une approche circulaire mettant en relation à la fois politiques et actions de l'UE. Pareillement, la réalisation de ces politiques permettrait de mettre en place des politiques qui seraient cohérente car les traités et la gouvernance des Etats sont encore un frein pour que l'UE mène des politiques efficaces. C'est pour répondre à cette limite juridiquement que le *Green Deal* serait le détonateur d'une démarche globalisée, cohérente et répondant à l'urgence climatique des politiques européennes (F. Berrod, 2021).

PARTIE 2

-

METHODOLOGIE DE RECHERCHE

En l'absence d'un échantillon pertinent, nous avons choisi de ne pas mener d'enquête pour renforcer notre argument dans cette thèse. Nous avons donc choisi d'utiliser des données existantes pour étayer notre argumentaire. En particulier, nous nous sommes appuyés sur les sites internet d'instituts reconnus dans la littérature, comme Novethic, ou de sites de labels comme GreenFin ou la *Central Labelling Agency*. De même, nous nous sommes appuyés sur des sites institutionnels tels que la Commission européenne ou le ministère français de l'économie. Quant à ces données, nous avons essayé d'utiliser les données les plus récentes que nous avons pu trouver, afin qu'elles soient ancrées dans le présent.

Nous avons également utilisé des études issues de la littérature académique pour appuyer et développer notre argumentation. Pour trouver cette littérature, il nous a été possible, grâce aux ressources de l'université, d'utiliser des outils tels que Cairn, Google Scholar, Beluga, etc. Là encore, nous avons utilisé les études les plus récentes possibles. Cependant, certains plans de notre sujet étant encore peu abordé dans les milieux académiques, nous avons parfois utilisé des études du début des années 2010, que nous avons actualisées en les croisant avec des données et des études plus récentes.

Enfin, on peut également dire que les études issues de la littérature nous ont permis d'établir un cadre théorique pour notre sujet. Ensuite, à travers des éléments plus concrets, nous avons pu voir les implications qu'elles avaient sur la réalité. Nous entendons par là les actions concrètes qui ont été mises en œuvre par l'Union européenne et leur conformité à ce cadre théorique. En d'autres termes, nous avons appliqué une méthodologie de travail académique assez classique, mais qui était indispensable pour réaliser notre revue de littérature.

PARTIE 3

-

DISCUSSIONS ET RESULTATS

La revue de littérature nous a montré la démarche dans laquelle se situe les pouvoirs publics européens qui ont le désir et l'intérêt d'intégrer des thèmes liés au développement durable pouvant être traduits en ISR.

Pour autant, la pluralité des concepts qui composent ce qui est défini comme la finance verte pose des questions quant à l'harmonisation méthodologique de la démarche. En effet, comme nous l'avons vu, il existe pléthore de concepts qui peuvent être utilisés pour définir la finance verte/responsable. Ainsi, tous les concepts qui lui sont inhérents s'entremêlent facilement. Néanmoins, la littérature semble avoir identifié une sorte de cartographie de la finance responsable ou verte. Il est possible de dire que ce type de finance peut être décomposé en deux sous-composantes : la finance éthique et la finance solidaire. La première correspond à l'appellation plus précise d'investissement socialement responsable (ISR) et a un objectif de rentabilité minimale. La finance solidaire, quant à elle, a pour seul objectif la solidarité avec autrui et n'intègre pas d'objectif de rentabilité dans l'absolu. L'ISR est donc l'une des deux sous-composantes de la finance responsable ou verte. L'ISR lui-même se décline en différentes approches basées sur les critères ESG ou PRI, allant des moins radicales (*best-in-class*) aux plus radicale (exclusion ou investissement à impact). Cela dit, au-delà des préoccupations sociales et environnementales, l'ISR s'intéresse également à la gouvernance d'entreprise et convient donc à la RSE, et par conséquent aux pratiques dites d'activisme actionnarial. Or, en l'absence d'un consensus et d'un cadre réglementaire - en raison de la pluralité des approches et des cadres, il est difficile pour les entreprises - financières ou non - de mettre en œuvre des processus d'enregistrement ISR. De ce point de vue, il existe un réel débat autour de l'identification des critères extra-financiers, qui relève encore trop de la sensibilité des individus (gestionnaires ou particuliers) aux placements dans lesquels ils souhaitent investir.

Dans cette mesure, le débat autour de la légitimation de l'ISR se pose. Ce dernier ne semble cependant plus exister, dans le sens où les risques systémiques inhérents à notre système financier ont mis en évidence sa fragilité et ses défaillances. Il convient donc de dire que l'ISR, selon plusieurs auteurs, peut être perçu comme légitime et innovante, simplement parce que les entreprises qui mettent en œuvre des critères ESG ou des PRI dans leurs pratiques sont contraintes de changer leurs pratiques et leur approche globale. En ce sens, l'innovation ISR peut être le fruit à la fois des entreprises qui la financent et des fonds qui y investissent. On se situe donc à deux niveaux d'action/ échelles. De même, cette innovation peut être de plusieurs types, comme l'innovation de procédé ou l'innovation organisationnelle.

La simple attention du public peut être vue comme une forme de légitimité, parce que lorsque le public prête attention à quelque chose et le juge, il y a une forme de transcription des attentes de la société. Ainsi, avec les changements structurels dont notre société a besoin, et qui tendent vers un

changement de paradigme - même s'il n'est pas consensuel - l'innovation ISR semble être légitime et s'inscrire dans une démarche de changement global.

De plus, nous constatons ce changement structurel et cet intérêt pour l'ISR dans les mesures prises par les autorités publiques telles que l'UE. En effet, l'intérêt de l'UE pour le développement durable n'est pas nouveau (1998). Ainsi, depuis 2005, des mesures législatives ont été progressivement prises pour favoriser une intégration toujours plus grande du développement durable. Cela s'est notamment traduit par diverses mesures législatives. Nous pouvons également le constater dans les objectifs définis par les différents mandats des dirigeants de l'UE (la présidente de la Commission Ursula von der Leyen ou la présidente de la Banque centrale Christine Lagarde). On peut donc dire que l'UE commence à intégrer les objectifs de l'ISR, notamment à travers le développement durable, avec la mise en place de la taxonomie et ce genre de choses. Il y a aussi un cadre institutionnel qui va dans ce sens, avec la transformation de la BEI en banque de lutte contre le changement climatique.

Maintenant que nous avons établi le cadre théorique et institutionnel de l'ISR, nous avons vu qu'il s'agit d'une approche légitime et innovante. Notamment en raison des théories qui lui sont inhérentes, mais aussi en raison de l'intérêt d'un acteur supranational, l'Union européenne. Ainsi, il est important de revenir sur le fonctionnement de l'ISR et sa distinction avec la finance conventionnelle.

En accord avec ce qui a été dit dans la revue de littérature, il est maintenant possible de dire qu'il n'y a pas de différence entre l'ISR et les produits de la finance conventionnelle. Ils sont identiques. La différence réside dans les critères extra-financiers qui les composent. Aussi, il existe également une différence en termes de caractéristiques. En mettant en œuvre les préoccupations ESG dans la gestion de ces actifs, ils ont tendance à avoir une volatilité plus faible. Ces actifs sont donc moins risqués. Enfin, on peut également noter qu'en termes de rentabilité, les actifs ISR sont au moins aussi performants que ceux de la finance conventionnelle (conforté par différentes méta-analyses). Cela peut s'expliquer par une plus grande maîtrise du risques systématique et l'effet de la réduction du coût du capital, grâce à la gestion ESG dans la gouvernance des entreprises.

Ainsi, le principal problème de l'ISR réside en ce que ces fameux critères extra-financiers sont hétérogènes. En effet, il n'y a pas de consensus ni dans la littérature ni au niveau institutionnel. Pour définir exactement ce qu'ils pourraient être. Partant, il existe différentes approches, plus ou moins inclusives, ou exclusives, selon l'approche et les sensibilités de chacun. On peut néanmoins noter trois grands axes qui reviennent au sens de la généralité dans les approches pratiques des sociétés de gestion : l'impact et les pratiques sociales des entreprises, la politique environnementale et la gouvernance. Dans cette mesure, l'encadrement de ces critères extra-financiers passe souvent par l'attribution de labels pour les fonds ISR. Fondamentalement, ce n'est pas une mauvaise chose. En

connaissant les critères qui composent chacun de ces labels, les agents pourraient faire des choix dans la gestion de leur argent et ainsi être en mesure de donner le sens souhaité à leur épargne. Mais le problème qui se pose en l'absence de ce consensus est souvent le flou des méthodologies utilisées pour définir ce qui est ISR ou non ; voire seulement ce qu'il y a derrière les critères ESG. Les entreprises sont alors tentées de se livrer à du *greenwashing*. Les problématiques en lien avec les labels sont entendables également aux agences de notations, simplement parce que - à l'instar de la finance classique - l'attribution des notes oriente les flux d'investissement. Les agences de notations disposant d'un pouvoir de régulation important suscitent des débats à l'égard de la politique de l'émetteur-payeur, qui de surcroît au caractère non-consensuel des méthodologies employées, vient poser le débat sur la pertinence des notes attribuées par les agences de notations extra-financières aux fonds ISR, tant celles-ci seraient partielles et disparates. De cette façon, en l'absence d'homogénéité des critères ESG, cela induit des grandes différences en termes méthodologiques qui ne sont presque jamais publiés de transparente façon. Il devient alors obligatoire de constater deux notes complètement opposées pour deux entreprises.

De même, en ce qui concerne les critères extra-financiers, la littérature a relevé des éléments de « bonne gouvernance ». Par ailleurs, il est possible de dire que la gouvernance réduit les risques systémiques. Ainsi, la diversité (présence de femmes, d'administrateurs externes, etc.) dans les conseils d'administration est l'un des éléments les plus importants, dans le sens où elle permet de concilier toutes les parties prenantes. A partir de ce principe, la prise en compte des critères ESG aura plus tendance à être effective. Il deviendra alors possible de réduire les risques systémiques et de répondre aux besoins de l'ISR. De plus, cette diversité renforcera la légitimité de l'action. Le degré d'indépendance de ces conseils est également très important. Il permet souvent une gestion à long terme plutôt qu'à court terme.

A la lumière de ces détails techniques. Il est important de revenir sur l'application de ces critères dans une intégration durable dans l'Union européenne. Il est donc possible de dire qu'une série de mesures ont été mises en place par cette institution supranationale, qui est la seule au monde à avoir placé le développement durable comme principe constitutionnel et la seule à avoir agi de pareille façon. La première est l'action de la BEI et sa transformation de plus en plus rapide en Banque européenne du climat. Ensuite, l'innovation très contemporaine de l'UE est la mise en œuvre, encore en discussion & travail de sa directive sur la finance durable et la taxonomie. Ces mesures devraient permettre d'être un vecteur de comblement des lacunes existantes en matière d'ISR, de réduire les risques systémiques et d'évoluer vers une forme de durabilité toujours plus poussée au fil des ans. L'objectif était également de renforcer l'intégration entre les États. Il convient également de noter le nombre important de mesures prises pendant la pandémie de COVID-19, qui ont permis d'accélérer la

mise en œuvre d'initiatives et d'innovations en matière de développement durable. Cela s'est vu notamment dans le plan de relance, qui s'est inscrit dans le cadre du *Green Deal* européen (notamment avec le Fonds de relance et de résilience). Sans oublier l'initiative *Next Generation EU*, qui vise à réformer les marchés de capitaux.

Néanmoins, ces mesures présentent de nombreux problèmes et pourraient être complémentaires. La première serait une accélération et une amélioration de l'Union des marchés de capitaux, qui est encore trop petite selon Christine Lagarde. De même, au sein du domaine monétaire, il serait intéressant de voir une intégration plus importante des principes de développement durable dans les outils monétaires des banques centrales (agir sur le collatéral, exigence de mesure de l'impact, impulser des signes sur les marchés...). De la même manière, il faudrait agir davantage sur les pratiques ESG, et mettre en place des consensus et des réglementations pour qu'elles puissent être mises en œuvre dans l'ensemble de l'économie. Par ailleurs, il est à déplorer que toutes les mesures européennes prennent en compte les questions environnementales mais négligent pour l'instant les questions sociales et gouvernementales. Le défi sera de réussir à améliorer tous les plans pour prendre en compte ces problèmes. Pareillement, la mise en place de la taxonomie suscite de vifs débats directement liés au classement des activités considérées comme soutenables ; certains viennent à dire qu'au lieu de taxonomie verte, il faudrait parler de taxonomie marron (inclusion du nucléaire dans les activités durable).

Enfin, il existe des limites aux actions mises en place. En effet, il est le problème de la souveraineté des Etats, qui décident souvent d'ignorer les décisions prises par les institutions de l'Union. De nombreuses inquiétudes subsistent dans le domaine de la régulation financière. Comme l'importance de créer un marché secondaire pour les prêts non performants, ou les problèmes inhérents au pacte de stabilité. Il est donc nécessaire que l'UE travaille à changer ses façons de faire, notamment en intégrant son autonomie et sa souveraineté. Nous avons également vu qu'il est important de redéfinir précisément le rôle et l'investissement des autorités publiques - sans quoi il sera impossible d'agir correctement. Concernant l'ensemble des thèmes évoqués. Certains auteurs plus extrêmes, insufflent même l'idée d'une déconstruction de notre système financier, afin qu'il s'articule autour de quatre thèmes : priorité, durabilité, université et pérennité (S. Adalid, 2020).

En prenant en considération tous les éléments mentionnés dans ce document, nous pouvons constater que de nombreuses initiatives répondent aux problèmes rencontrés par nos sociétés modernes. A savoir : l'intégration de la durabilité dans notre modèle économique, qui tend vers la production infinie dans un monde fini. Le financement apparaît donc essentiel dans cette démarche de changement progressif de paradigme que les créateurs de l'ISR et des autres concepts qui constituent la finance verte ou responsable apparaissent comme ayant saisi. Cependant, l'absence de

consensus et de régulation par les pouvoirs publics reste l'un des principaux obstacles à la pleine mise en œuvre de l'ISR dans nos modes de faire. Aussi, l'Union européenne, par son rôle de précurseur, devrait continuer à prendre des initiatives en faveur du changement - dans le sens où elle est actuellement la seule institution supranationale à prendre réellement en compte les enjeux techniques et juridiques de notre société. En particulier, en relation avec l'urgence climatique et environnementale que nous connaissons. Ainsi, les différentes mesures qui ont été prises par l'UE suggèrent une intégration toujours plus grande des Etats membres dans une logique commune, comme les travaux sur l'Union des marchés de capitaux ou le financement participatif du plan de relance mis en place lors de la crise du COVID-19.

Il demeure néanmoins un débat autour de la notion même de financement de l'économie. En outre, certains suggèrent que la finance (verte ou non) n'est pas un réel vecteur de financement des entreprises (par extension de l'économie). En effet, les firmes s'introduisent sur les marchés primaires à dessein de se financer *via* autre chose que les banques. Par ailleurs, après l'émission sur les marchés primaires, les titres vont ensuite être échangés sur les marchés secondaires. A cet effet, un rachat quelconque d'un titre (action ou obligation) sera effectué la plupart du temps par un investisseur privé ; un échange de gré à gré est alors passé, sur une place financière réglementée. Le résultat en est que pour l'ensemble les investisseurs agissant de pareilles façons n'obtiennent pas de droit de vote au sein des CA. Que devient leur impact sur la gouvernance de l'entreprise ? Cela est délicat. Il semble que l'essentiel du temps, un investisseur viendra acheter telle ou telle action en pariant sur la hausse de sa valeur (ou de sa perte) ; il est donc question de spéculation. Les investisseurs transcenderont-ils cet aspect des choses pour venir financer une entreprise vertueuse – quand bien même il lui serait impossible de participer à l'activisme actionnarial ? C'est là un questionnement important, qui mériterait un examen approfondi. Toutefois, on peut tout de même noter, que le cadre référentiel actuel et l'absence de *reportings* extra-financiers harmonisés et exhaustifs ne permettent pas à un investisseur privé de se positionner convenablement en faveur d'une entreprise vertueuse. D'ailleurs, si celle-ci ne l'était pas, les trois quarts du temps, il ne pourrait pas agir sur la gouvernance de l'entreprise pour tenter de changer sa politique. Il apparaît que le débat sur l'harmonisation est une disposition essentielle dans l'évolution de notre modèle de fonctionnement du financement de l'économie réel grâce aux marchés financiers.

CONCLUSION

En conclusion, nous pouvons dire que les critères extra-financiers englobent plusieurs notions ; aussi ils forment un tout composé de ramifications conduisant à un ensemble plus vaste, qu'est la finance responsable. Une notion qui, bien qu'elle date de trente ans, souffre d'un manque de consensus dans la littérature, ainsi que d'un manque de recherche sur certaines questions. Toutefois, un nombre important d'initiatives ont été prises pour donner un cadre et une méthodologie à ces critères. Aujourd'hui, il est possible, à titre d'exemple, de dessiner les contours de l'ISR, même s'il existe encore quelques disparités (notamment au niveau des critères extra-financiers). Il semble donc légitime de définir l'ISR comme une innovation en matière de finance responsable, répondant à un besoin exprimé par la société. Ainsi, ces innovations agissant à différents niveaux - sur les entreprises financées ou sur les financiers eux-mêmes - devraient permettre à terme une structuration nouvelle et évolutive des principes de gestion des entreprises ; en prenant les critères extra-financiers comme origine. Dans cette perspective, les institutions européennes, sensibles à la thématique du développement durable, semblent s'inscrire dans cette ligne. Avec la mise en place d'un cadre institutionnel favorable, datant du début des années 2000, confirmé aujourd'hui avec les mandats respectifs de la présidente de la Commission Ursula von der Leyen et de Christine Lagarde à la Banque centrale. Sans oublier la mise en œuvre de différents plans, tels que le Green Deal, la BEI ou les travaux liés à la Taxonomie Verte.

Avec la légitimation de l'ISR comme un produit à part entière et innovant. Nous avons vu que celui-ci - malgré son manque de notoriété auprès du grand public et les critiques formulées à son égard par les spécialistes – dispose au moins des mêmes performances que la finance traditionnelle. Ces actifs auraient même un avantage concurrentiel, car ils sont différents des autres, plus sûrs (moins de volatilité et de risque) et permettent une perspective à long terme ; chose pouvant être expliquée également par les modèles de gestion des fonds ISR qui sont les mêmes que ceux de la finance traditionnelle. Une approche dont nous avons besoin pour réduire les risques systémiques auxquels nous sommes souvent soumis. Comme la crise de 2008 ou la pandémie de COVID-19. Cependant, nous pouvons constater qu'il existe encore de nombreux problèmes liés à l'identification de critères extra-financiers. On assiste ainsi à l'émergence de phénomènes de *greenwashing*. Cette absence de consensus se reflète également dans l'abondance des labels existants, chacun apportant sa vision des choses, plus ou moins intégrative ou exclusive. Enfin, il est désormais possible d'affirmer que les principes de bonne gouvernance d'entreprise contribuent à réduire les risques systémiques et ont des effets positifs sur la société.

Dans ce contexte, sans compter l'avènement de la pandémie de SRAS-CoV2, l'Union Européenne s'est empressée de poursuivre son rôle de précurseur et de mettre en place et renforcer les mesures existantes pour réaliser cette transition. Transition qui impliquerait bien entendu la prise en compte des enjeux environnementaux, sociétaux et de gouvernance de nos sociétés. Pour cela, l'UE a mis en place certaines mesures, comme la coordination de la BEI et du *Green Deal* pour atteindre un objectif zéro carbone en 2050. La création et la mise en œuvre de sa directive sur la finance durable et la Taxonomie - à travers son action devrait s'amorcer un processus institutionnel de consensus - ou encore l'ensemble des mesures qui ont suivi la pandémie de COVID-19, et qui avaient pour but de sauver notre économie, tout en préconisant et induisant un changement dans nos pratiques. Néanmoins, il demeure de nombreuses problématiques, notamment sur la mise en œuvre de certaines de ces mesures, qui par le manque de clarté (publication d'informations non financières) et de moyens seraient difficiles à mettre en œuvre. De même, il existe encore des lacunes dans ces mesures, notamment avec la souveraineté des États-membres, qui reste trop importante, ou encore les problèmes liés à l'intégration ESG ou au Pacte de stabilité.

Selon nous, une façon d'améliorer cette action de l'UE serait de mettre en place trois actions, qui seraient mises en œuvre dans un délai non éloigné, grâce à un important travail de recherche en amont. En effet, il s'agirait de poursuivre les directives sur la finance durable et la taxonomie, en donnant une méthodologie et des objectifs clairs aux entreprises, avec l'aide de la communauté scientifique. A terme, elles pourraient, grâce à ce consensus scientifique et institutionnel, décider réellement des obligations en termes de gouvernance, de divulgation d'informations non financières et de prise en compte des enjeux sociaux et environnementaux. Suite à cette action, il serait alors possible d'établir une forme d'harmonisation ou de classification des labels, permettant de situer un fonds ISR (intégration ou exclusion) dans son approche ; celle-ci pourrait se faire au travers des agences de notations ou au travers d'un nouvel organisme institutionnel neutre. Enfin, tout ceci serait rendu possible par la recommandation de Christine Lagarde sur l'Union des marchés de capitaux. Aussi, cette Union des marchés permettrait de renforcer l'intégration et la gouvernance intergouvernementale. Ainsi, nous aurions une action commune de l'UE, vers une transition verte. Les actions seraient menées de manière égale au niveau de l'UE - en tenant compte des besoins, des spécificités et des disparités de développement de chacun & des zones géographiques - permettant ainsi de réduire les inégalités et de diminuer les différences existantes entre les Etats membres. Ainsi, la création d'une citoyenneté écologique semble être l'aboutissement logique de toutes ces réformes. Bien sûr, cela impliquerait une réforme de la politique de vie, avec une plus grande centralisation de la vie au niveau européen. L'individu dépasserait alors les frontières de son État-membre d'origine. Le résultat de cette mesure

serait que les citoyens seraient membres d'une communauté à la fois sociale et écologique (M. Torre-Schaud, 2012).

Pour nous, ce serait le début d'une action massive et progressive, permettant de combiner le projet européen et le développement durable, en prenant comme base le financement. Il devient dès lors, la source originelle du changement de notre paradigme actuel. Par ailleurs, la question centrale qui demeure est : quelle orientation donnerons-nous à ces produits ISR, ESG au sein desquels il n'est ni méthodologie précise, ni consensus littéraire, ni cadre législatif ? Le législateur, les pouvoirs publics iront-ils vers quelque chose qui par sa réglementation est fonction d'une proposition induisant un réel changement de paradigme dans nos manières de concevoir le financement (au travers du marché on a une induction sur la gouvernance des entreprises) ou laissera-t-on place à un environnement *mainstream* sans réel cadre spécifique étant vecteur de *greenwashing* et de divergences, effleurant seulement un problème plus grand. C'est là tout l'enjeu résidant autour des critères extra-financier, arriver à donner un cadre consensuel qui soit performant tout en limitant l'impact sur l'économie. Il s'agit sans nul doute de l'un des plus grands défis de l'humanité, afin qu'elle s'établisse durablement, au travers d'un changement de paradigme.

BIBLIOGRAPHIE

- Adalid, S. (2020). La responsabilité, principe d'organisation de la décroissance. Réflexions à partir de la régulation financière. *Revue interdisciplinaire d'études juridiques*, 2(2), 175-203. <https://doi.org/10.3917/riej.085.0175>
- Aglietta, M. & Khanniche, S. (2020). Les innovations des banques centrales dans la crise de la Covid-19. *Revue d'économie financière*, 3(3-4), 281-291. <https://doi.org/10.3917/ecofi.139.0281>
- Ansidei, J. & Leandri, N. (2021). La finance verte. *La Découverte*.
- Arjaliès, D. L., Bouchet, V., Crifo, P., & Mottis, N. (2020). La mesure d'impact et l'Investissement Socialement Responsable (ISR): Un tour d'horizon. *Zone frontières et entreprise socialement responsable—Perspective multiple: droit, administration et éthique*.
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Suh, J. (2013). Corporate social responsibility and credit ratings. *Journal of business ethics*, 117(4), 679-694.
- Azoulay Orith, Zeller Vincent. *ISR : stratégie de «niche» ou «mainstream»? Revue d'Économie Financière*, 2006, n° 85.
- Bae, K. H., El Ghouli, S., Gong, Z. J., & Guedhami, O. (2021). Does CSR matter in times of crisis? Evidence from the COVID-19 pandemic. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101876.
- Barbéris, J., Brière, M. & Janin, S. (2020). La gestion ESG, une solution à la crise de la Covid-19 ?. *Revue d'économie financière*, 3(3-4), 87-94. <https://doi.org/10.3917/ecofi.139.0087>
- Beerbaum, D. (2021). *Green Quadriga?—EU-Taxonomy, Non-Financial Reporting Directive, EBA Pillar III ESG risks and IFRS Foundation*. Available at SSRN.
- Benlemlih, M., Jaballah, J., & Peillex, J. (2018). Does it really pay to do better? Exploring the financial effects of changes in CSR ratings. *Applied Economics*, 50(51), 5464-5482.
- Benseddik, F. (2018). La notation de la responsabilité sociale et éthique des banques: profil d'un secteur à la croisée des chemins. *Revue d'économie financière*, (2), 289-308.
- Berès, P. (2020). La Covid-19, une chance pour l'Europe ?. *Revue d'économie financière*, 3(3-4), 49-60. <https://doi.org/10.3917/ecofi.139.0049>
- Berrod, F. (2021). Le green Deal, une nouvelle architecture de la gouvernance climatique des politiques européennes: des anciennes techniques pour un nouveau monde?. *Revue française d'administration publique*, 179(3), 681-695.
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG Ratings: (Dis) agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426-1445.

- Bouguerra, F. (2008). Réformes du cadre législatif et réglementaire des agences de rating. *Revue française de gestion*, (2), 63-80.
- Boyd, J. (2000). Actional Legitimation: No Crisis Necessary. *Journal of Public Relations Research* 12 (4): 341-353
- Bruno, G., Esakia, M., & Goltz, F. (2022). "Honey, I Shrank the ESG Alpha": Risk-Adjusting ESG Portfolio Returns. *The Journal of Investing*.
- Buhr, B. (2015). Élargir le champ de l'analyse du risque de crédit. *Revue d'économie financière*, (1), 137-154.
- Bureau, D., Henriët, F., & Schubert, K. (2019). Pour le climat: une taxe juste, pas juste une taxe. *Notes du conseil d'analyse économique*, (2), 1-12.
- CRETEN, A., & STOKKINK, D. (2018). La finance verte en Europe.
- Creti, A. (2021). Les enjeux de la taxonomie européenne pour la finance verte. In *Annales des Mines-Responsabilité et environnement* (No. 2, pp. 40-44). FFE.
- Crifo, P., & Mottis, N. (2013). L'ISR à la recherche de nouveaux élans?. *Revue française de gestion*, (7), 69-77.
- Cuénoud, T. (2013). L'impact de la crise financière sur la finance responsable en France, vers une structuration plus durable du secteur ?. *Vie & sciences de l'entreprise*, 3(3-4), 13-32. <https://doi.org/10.3917/vse.195.0013>
- Daft, R.L. (1978). A Dual-Core Model of Organizational Innovation. *Academy of Management Journal* 21 (2): 193-210.
- Daft, R.L. (1978). A Dual-Core Model of Organizational Innovation. *Academy of Management Journal* 21 (2): 193-210.
- Damanpour, F., Gopalakrishnan, S. (2001). The Dynamics of the Adoption of Product and Process Innovations in Organizations. *Journal of Management Studies* 38 (1): 45-64.
- Darbellay, A., & Partnoy, F. (2012). Agences de notation et conflits d'intérêts. *Revue d'économie financière*, (1), 309-318.
- Degos, J. G., & Hmiden, O. B. (2015). Le rôle et le pouvoir des agences de notation ont-ils changé au fil des accords de Bâle I, Bâle II et Bâle III?. *Revue d'économie financière*, (4), 239-254.
- Degos, J. G., Hmiden, O. B., & Henchiri, J. E. (2012). Les agences de notation financières. *Revue française de gestion*, (8), 45-65.
- Dewar, R.D., Dutton, J.E. (1986). The Adoption of Radical and Incremental Innovations: An Empirical Analysis. *Management Science* 32 (11): 1422-1433.

- Dupre, D., Girerd-Potin, I., Jimenez-Garces, S., & Louvet, P. (2009). Influence de la notation éthique sur l'évolution du prix des actions. *Revue économique*, 60(1), 5-31.
- Echaudemaison Claude-Danièle (dir.), *Dictionnaire d'économie et de sciences sociales*, Paris, Nathan, 2016, 234 p.
- Edel, F. (2021). Les obligations en trompe-l'œil des États parties à la convention européenne des droits de l'homme en matière d'environnement. *Revue française d'administration publique*, 179(3), 697-713.
- El Khamlichi, A. (2013). Le comportement des indices boursiers socialement responsables en période de crise. *Management Avenir*, (3), 30-49.
- Fayolle, A. (2020). Covid-19, la BEI accélère sa transformation en banque européenne du climat. *Revue d'économie financière*, 3(3-4), 229-234. <https://doi.org/10.3917/ecofi.139.0229>
- Fernández, B. F. (2011). Éthique vs Finance? Une analyse des origines, des problèmes et des perspectives d'avenir de cette relation. *Finance Bien Commun*, (1), 70-85.
- Flamarion, A., & Chabran, M. (2020). Comment la gestion d'actifs alternatifs financera la reprise. *SAY*, (1), 112-115.
- Fouda, J. B. (2011). La pertinence de la performance sociétale des entreprises dans un contexte de développement équitable. *La Revue des Sciences de Gestion*, (1), 149-158.
- Fourati, A., Jeriji, M., & Louhichi, W. (2020). L'impact de la RSE sur la relation entre la gestion de résultat et la qualité du reporting financier et extra-financier: Le cas français. *Recherches en Sciences de Gestion*, 137(2), 115-142.
- Gallard, N. (2012). La responsabilité éthique des agences de notation. *Transversalites*, (4), 53-67.
- Geoffron, P. & Chevalier, J. (2020). Géopolitique de l'énergie et crise de la Covid-19. *Revue d'économie financière*, 3(3-4), 197-200. <https://doi.org/10.3917/ecofi.139.0197>
- Guersent, O. (2020). L'Europe de la finance dans la crise de la Covid-19. *Revue d'économie financière*, 3(3-4), 255-258. <https://doi.org/10.3917/ecofi.139.0255>
- Heinemann, S. ETHICAL DIMENSIONS OF FINANCIAL RISK.
- Larbi, S. B., Lacroux, A., & Luu, P. (2018). Impact de la notation sociétale sur la dynamique des performances environnementale, sociale et de gouvernance dans un contexte international: une étude empirique fondée sur la base longitudinale Vigéo Eiris. *Recherches en Sciences de Gestion*, (4), 187-214.
- Lin, C. M., Chen, C. C. S., Yang, S. Y., & Wang, W. R. (2020). The Effects of Corporate Governance on Credit Ratings: The Role of Corporate Social Responsibility. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(5), 1093-1112.

- Marcus, V., Tordjman, F., Blatrix, C., & Ledenvic, P. (2021). Témoignage. Le budget vert, une vue d'ensemble de l'incidence environnementale du budget de l'État. *Revue française d'administration publique*, 179(3), 657-667.
- Marcus, V., Tordjman, F., Blatrix, C., & Ledenvic, P. (2021). Témoignage. Le budget vert, une vue d'ensemble de l'incidence environnementale du budget de l'État. *Revue française d'administration publique*, 179(3), 657-667.
- Moussafir, H. (2020). Quels sont les facteurs clés de performance des sociétés de gestion des fonds ISR?. *Geopolitics and Geostrategic Intelligence*, 3(2), 294-314.
- Oh, H., Bae, J., & Kim, S. J. (2017). Can sinful firms benefit from advertising their CSR efforts? Adverse effect of advertising sinful firms' CSR engagements on firm performance. *Journal of Business Ethics*, 143(4), 643-663.
- Pasquini-Descomps, H., & Teulon, F. (2013). Quelle est la perception de la responsabilité sociale des entreprises pour les gestionnaires de fonds en Suisse?. *Gestion 2000*, 30(6), 99-113.
- Revelli, C. (2013). L'investissement socialement responsable. *Revue française de gestion*, (7), 79-92.
- Santacana, R., & Siles, J. (2013). Rating agencies and the European Union sovereign debt crisis: an ethical approach. *Journal of International Business Ethics Vol*, 6(1-2).
- Theurillat, T., Crevoisier, O., & Salomon, V. (2015). Industrie de fonds ISR et la construction de la "valeur financière durable" (No. 2). Université de Neuchâtel.
- Theurillat, T., Crevoisier, O., & Salomon, V. (2017). Finance de marché et fonds d'investissement durables: la coupure au territoire. *Géographie, économie, société*, 19(4), 537-560.
- Tripathy, A., Mok, L., & House, K. (2020). Defining Climate-Aligned Investment: An Analysis of Sustainable Finance Taxonomy Development. Tripathy, Aneil and Mok, Lionel and House, Katie, *Defining Climate-Aligned Investment: An Analysis of Sustainable Finance Taxonomy Development* (September 2, 2020). *The Journal of Environmental Investing*, 10(1).
- Tschopp, D., & Huefner, R. J. (2015). Comparing the evolution of CSR reporting to that of financial reporting. *Journal of business ethics*, 127(3), 565-577.
- Verdolini, E., Bak, C., Ruet, J., & Venkatachalam, A. (2018). Innovative green-technology SMEs as an opportunity to promote financial de-risking. *Economics*, 12(1).
- Yeh, L. T. (2021). Integrating corporate image of corporate social responsibility, stock price crash risk and profitability into a dynamic corporate sustainability performance measurement. *Annals of Operations Research*, 305(1), 325-345.

WEBOGRAPHY

- Central Labelling Agency. L'initiative "Towards Sustainability". [En ligne]. Disponible sur : <<https://towardssustainability.be/fr>> (consulté juin 2021).
- Christine Lagarde. *Towards a green capital markets union for Europe*. [En ligne]. Disponible sur : <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210506~4ec98730ee.en.html>> (consulté en juin 2021).
- Le Figaro. *Christine Lagarde prône une Union des marchés de capitaux verts*. [En ligne]. Disponible sur : <<https://www.lefigaro.fr/conjoncture/christine-lagarde-prone-une-union-des-marches-de-capitaux-verts-20210506>> (consulté en juin 2021).
- Marc Tempelman. *L'Union Européenne force l'harmonisation de l'investissement responsable*. [En ligne]. Disponible sur : <<https://www.cashbee.fr/the-interest/lunion-europeenne-force-lharmonisation-de-linvestissement-responsable>> (consulté en juin 2021).
- Ministère de la Transition Ecologique. *Le Label Greenfin*. [En ligne]. Disponible sur : <https://www.ecologie.gouv.fr/label-greenfin?fbclid=IwAR2DG7qJlj-GqVsnQlloqoSbvio2_hc17reqa6LLRnz2nCKg0CncER9jNx8> (consulté juin 2021).

TABLES DES FIGURES

FIGURE 1 : L'ISR AU CARREFOUR DES CONTRAINTES FINANCIERES ET EXTRA-FINANCIERES (C. REVELLI, 2013).....	15
FIGURE 2 : THE PRINCIPLE FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (J. PEILLEX ET B. COMYNS, 2020)	17
FIGURE 3 : SEUILS D'ALLOCATION DES PORTEFEUILLES ENTRE LES DIFFERENTES POUCHES D'INVESTISSEMENT.	23
FIGURE 4 : LES ECHELLES DE NOTES PRINCIPALES AGENCES (F. BOUGUERRA, 2008)	27
FIGURE 5 : DEUX STRATEGIES DE CONSTITUTION DE FONDS ISR (T. THEURILLAT, & AL. 2017)	28
FIGURE 6 : LA CONSTRUCTION DE LA VALEUR « DURABLE » PAR L'INDUSTRIE FINANCIERE (T. THEURILLAT, & AL. 2017)	29
FIGURE 7 : PRINCIPALES FAMILLES D'INDICES ISR DANS LE MONDE (T. THEURILLAT, & AL. 2017).....	29
FIGURE 8 : EXAMPLE OF DIVERGENCE IN ESG RATING (M. BILLIO, & AL, 2020)	31
FIGURE 9 : EXAMPLE OF DIVERGENCE IN ESG RATING (M. BILLIO, & AL, 2020)	37
FIGURE 10 : CREATION DE VALEUR ET DIFFERENTES FORMES DE CAPITAL, SOURCE : IIRC (D-L. ARJALIES, & AL, 2020)	39
FIGURE 11 : DES CADRES ET STANDARDS DE <i>REPORTING</i> QUI REPONDENT A DES OBJECTIFS DIVERS (J. ANSIDEI, & N. LEANDRI, 2021)	49
FIGURE 12 : LES TROIS <i>SCOPES</i> DU BILAN CARBONE (J. ANSIDEI, & N. LEANDRI, 2021)	52

SIGLES ET ABREVIATIONS UTILISES

- *CRSD : Corporate Sustainability Reporting Directive.*
- *RSE : Responsabilité Social et Environnementale*
- *BEI : Banque Européenne d'Invesitssement*
- *ESG : Environement Social Gouvernance.*
- *ISR: Investissement Social et Responsable.*
- *PRI: Principes Responsable D'investissement.*
- *SFRD: Sustainable Finance Disclosure Regulation.*
- *TEG: Technical Expert Group.*
- *UE : Unio Européenne*
- *ONU: Organisation des Nations Unies.*

GLOSSAIRE

- *Ceteris paribus* : toutes choses étant égale par ailleurs.
- *Sui generis* : propre à une espace, à une chose

ANNEXE 1 : DETAIL LUXFLAG

LuxFLAG ESG Label Eligibility Criteria

In order to obtain a LuxFLAG ESG (Environment, Social, and Governance) Label, an Applicant Investment Fund must comply with the following Eligibility Criteria set by LuxFLAG:

Criteria 1: The Applicant Investment Fund must screen 100% of its invested portfolio¹ according to at least three of the ESG strategies and standards.²

Criteria 2: The Applicant Investment Fund must comply³ with the requirements defined under Article 8 or Article 9 of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR).

Criteria 3: The Applicant Investment Fund must describe its ESG strategy and criteria and demonstrate how it integrates its ESG strategy and criteria throughout the investment process and investment decisions.

Steps of the investment process	Comment
Definition of non-financial investment objective(s)	Should be consistent with criteria 2
Collection of ESG research	Company meetings, broker research, extra-financial ratings, proprietary research which results in identifying material ESG risks
Construction of investment universe	Implementation of a binding minimum ESG assessment or performance (depending on the strategy of the fund)
Investment decision	Investment committee + portfolio manager
On-going monitoring	Controls / alerts to ensure continued compliance with non-financial investment objective, investee engagement activities (where applicable)
Divestment	Divestment procedures, in particular for securities that are in breach with non-financial investment objective

Criteria 4: The Applicant Investment Fund must comply with the exclusionary guidelines of LuxFLAG.

Criteria 5: The Applicant Investment Fund must be authorized by an EU Member State or subject to supervision equivalent to that in EU Member States;

¹ Up to 30% of total assets of the portfolio of the fund may be invested in the form of cash or short-term cash equivalents.

² The ESG strategies may include:

- Best-in-class / best effort strategies
- Exclusions / norm-based screenings
- Engagement / Active Ownership
- ESG Integration



If the Applicant Investment Fund Manager itself is not authorized:

- a. the Applicant Investment Fund must have a custodian that must be subject to supervision equivalent to that in EU Member States;
- b. the Applicant Investment Fund Manager must be registered by an EU Member State or subject to supervision equivalent to that in EU Member States. Equivalence with non-European regulation will be checked with ESMA and the EU Commission.

LuxFLAG reserves the right to independently assess and evaluate the Applicant Investment Fund's compliance with the above Eligibility Criteria and pertinence of the exclusion policy decided and applied by the fund.

TABLES DES MATIERES

DECLARATION ANTI-PLAGIAT	4
REMERCIEMENTS	7
SOMMAIRE	6
INTRODUCTION	7
PARTIE 1 : - REVUE DE LITTERATURE	10
CHAPITRE 1 – REVUE DE LITTERATURE	11
I. Qu'est-ce qui détermine un critère extra-financier ?	11
A. Existe-il une définition précise de ces critères ?	11
B. Les labels verts comme mesure de la qualité extra-financière des organisations ?	18
C. Des nuances et une absence de consensus au sein des agences de notation	25
II. La performance des organisations ou des produits tenant compte des critères extra-financiers est-elle impactée ?	32
A. Une relation rentabilité-risque toujours au centre des préoccupations ?	33
B. Une prise en compte des critères extra-financiers... ..	36
C. Pour quelle gouvernance sur les entreprises ?	42
III. Une application dans le cadre d'une intégration soutenable au sein de l'UE	45
A. Les propositions déjà existantes et le plan d'action	45
B. Quels défauts comportement les actions d'ores et déjà mises en place ?	55
C. Qu'est-ce qui devrait mis en place pour améliorer l'action de l'UE ?	57
PARTIE 2 - METHODOLOGIE DE RECHERCHE	61
PARTIE 3 - DISCUSSIONS ET RESULTATS	63
CONCLUSION	69
BIBLIOGRAPHIE	72
TABLES DES FIGURES	77
SIGLES ET ABREVIATIONS UTILISES	78
GLOSSAIRE	79
TABLES DES ANNEXES	ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.
TABLES DES MATIERES	82