

Faculté de droit et de criminologie

L'approche de l'Union européenne en matière de finance durable est-elle réellement durable ?

Auteur : MAXIMILIAN DOYLE
Promoteur(s) : YVES DE CORDT
Année académique 2023-2024
Master en droit, finalité droit de l'entreprise

Plagiat et erreur méthodologique grave

Le plagiat, fût-il de texte non soumis à droit d'auteur, entraîne l'application de la section 7 des articles 87 à 90 du règlement général des études et des examens.

Le plagiat consiste à utiliser des idées, un texte ou une œuvre, même partiellement, sans en mentionner précisément le nom de l'auteur et la source au moment et à l'endroit exact de chaque utilisation*.

En outre, la reproduction littérale de passages d'une œuvre sans les placer entre guillemets, quand bien même l'auteur et la source de cette œuvre seraient mentionnés, constitue une erreur méthodologique grave pouvant entraîner l'échec.

* A ce sujet, voy. notamment <http://www.uclouvain.be/plagiat>.

« L'intérêt général a cette particularité qu'il ne s'impose pas naturellement. »
GEORGES POMPIDOU

Table des matières

Introduction	7
Partie I. Le cadre réglementaire de l'Union européenne en matière de finance durable.....	11
Chapitre I. La directive sur la publication d'informations non financières (NFRD).....	12
Section I. Approche générale et objectifs	12
Section II. Contenu	13
Section III. Mise en œuvre.....	15
Section IV. Une directive rapidement dépassée	15
Chapitre II. Le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (SFDR).....	16
Section I. Approche générale et objectifs	16
Section II. Contenu	17
Section III. Mise en œuvre.....	19
Chapitre III. Le règlement sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables (Taxonomie).....	21
Section I. Approche générale et objectifs	21
Section II. Contenu	22
Section III. Mise en œuvre.....	24
Chapitre IV. la directive sur la publication d'informations en matière de durabilité (CSRD)	26
Chapitre V. La directive sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité (CSDDD)	27
Partie III. Obstacles au développement d'une finance réellement durable au sein de l'UE	29
Chapitre I. Les limites de la réglementation européenne	29
Section I. Un marché des notations ESG déficient.....	29
§ 1. Problèmes	32
§ 2. La réponse de l'UE : le règlement sur la transparence et l'intégrité des activités de notation ESG	35
A. Une mesure lacunaire ?	36
B. Potentielles solutions.....	39
Section II. Critiques liées au SFDR	43
§ 1. Problèmes	44
A. Le mirage des fonds <i>dark green</i>	44
B. Le SFDR a « créé plus de confusion que de clarté ».....	47
C. Autres problèmes	49
§ 2. La réponse de l'UE	50
Section III. Autres problèmes.....	51
Chapitre II. Sous-performance de l'investissement durable	52
Chapitre III. Un contexte politique bien moins favorable	56

Section I. Le retour de la « <i>realpolitik</i> » en matière d'environnement	57
Section II. La vague « anti-ESG » étasunienne.....	57
Chapitre IV. Le risque de crise verte	62
Section I. Le risque d'émergence d'une bulle verte.....	62
Section II. Le risque lié aux exigences de fonds propres bancaires	63
Conclusion	66
Annexe.....	70
Annexe I : Contexte historique	71
I.1. Racines	71
I.2. Développement.....	72
I.3. Transition	73
I.4. Expansion	74
I.5. Popularisation	76
I.6. Game changers	78
I.7. Adaptation de la régulation	80
Annexe II : Interviews	84
Interview 1 du 14 juin 2024	84
Interview 2 du 18 juin 2024	100
Interview 3 du 19 juin 2024	109
Interview 4 du 20 juin 2024	119
Annexe III : Images	134
III.1.	134
III.2.	134
III.3.	135
III.4.	135
III.5.	136
III.6.	136
III.7.	137
III.8.	137
III.9.	138
III.10.	138
III.11.	139
III.12.	139
III.13.	140
Annexe IV : PAI	141
Index	143
Bibliographie	144
Législation	144
Doctrine	145
Divers	147

Introduction

« *ESG is a scam* » : cette citation d'ELON MUSK peut paraître anodine à première vue, mais elle illustre parfaitement l'ambiguïté qui existe actuellement au sein du secteur financier. Pour comprendre cette ambivalence, il nous faut aborder le concept de Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE), qui est défini par la Commission européenne¹ comme « *la responsabilité des entreprises vis-à-vis des effets qu'elles exercent sur la société* »². Depuis de nombreuses années émerge une volonté croissante de responsabiliser les entreprises par rapport aux effets bien réels qu'elles exercent sur la société et qui ont historiquement été considérés comme de simples externalités³. Selon cette vision, chaque entreprise peut, à son échelle, contribuer aux enjeux de développement durable et avoir un impact positif sur la société, tout en étant économiquement viable⁴.

Cette volonté s'est donc répercutée dans le monde de la finance. En effet, la finance joue un rôle-clé en apportant à l'économie les capitaux dont elle a besoin pour fonctionner. Elle est donc toute désignée pour faciliter la transition vers une société écologique socialement juste⁵. Pour y arriver, il était nécessaire de dépasser le cadre philanthropique de la RSE et de mettre au point un système d'évaluation permettant aux investisseurs de regarder au-delà de l'apparence, en leur permettant de juger les entreprises sur base de critères intégrant davantage de facteurs que de simples indicateurs financiers.

C'est ainsi qu'est né l'acronyme « ESG ». ESG signifie Environnement, Social et Gouvernance, qui représentent les trois principaux facteurs entrant en compte dans l'évaluation de la durabilité d'un investissement⁶. Le résultat de cette évaluation est fourni aux investisseurs sous forme d'un chiffre, appelé « notation ESG », qui découle essentiellement de l'agrégation, effectuée par un organisme privé appelé « agence de notation ESG », d'un certain nombre de mesures de durabilité effectuées par l'entreprise pendant l'année⁷. Cette notation permet notamment aux investisseurs de comprendre dans quelle mesure une entreprise est prête à faire face aux risques environnementaux (par exemple la

¹ Que nous abrévierons « la Commission ».

² X, « Qu'est-ce que la responsabilité sociétale des entreprises (RSE) ? », *Ministère de l'économie des finances et de souveraineté industrielle et numérique*, [https://www.economie.gouv.fr/entreprises/responsabilite-societale-entreprises-rse#:~:text=Responsabilit%C3%A9%20soci%C3%A9tale%20des%20entreprises%20\(RSE\)%20%3A%20qu'est%2D,elles%20exercent%20sur%20la%20soci%C3%A9t%C3%A9](https://www.economie.gouv.fr/entreprises/responsabilite-societale-entreprises-rse#:~:text=Responsabilit%C3%A9%20soci%C3%A9tale%20des%20entreprises%20(RSE)%20%3A%20qu'est%2D,elles%20exercent%20sur%20la%20soci%C3%A9t%C3%A9). Les ressources électroniques référencées dans le cadre de ce mémoire ont été consultées jusqu'au 1^{er} août 2024.

³ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *Comprendre la RSE, levier de transformation durable*, 1^{ère} éd., Bruxelles, Larcier, 2023, pp. 353-354. A propos du concept d'externalité, nous vous recommandons vivement la lecture de l'ouvrage suivant : A. C. PIGOU, *The Economics of Welfare*, Londres, Macmillan, 1920.

⁴ X, « Qu'est-ce que la responsabilité sociétale des entreprises (RSE) ? », *op. cit.*

⁵ X, « Qu'est-ce que la finance durable ? », *Observatoire de la finance durable*, <https://observatoiredelafinancedurable.com/fr/presentation/la-finance-durable/>.

⁶ X, « ESG : définition et raison d'être », *Janus Henderson Investors*, 1^{er} janvier 2020, [ESG : définition et raison d'être - Janus Henderson Investors](#).

⁷ X, « Score ESG : Comment ça marche et ce que vous devez savoir », *Etoro*, 12 juillet 2022, [Score ESG : Comment ça marche et ce que vous devez savoir \(etoro.com\)](#).

gestion des déchets et de l'eau, la réduction des émissions de gaz à effet de serre, l'utilisation de ressources, ...), sociaux (par exemple les conditions de travail, les droits humains, l'inclusion de certaines communautés de personnes marginalisées, ...) et de gouvernance (par exemple la transparence, la lutte contre les pots-de-vin, la corruption, la stratégie fiscale, ...)⁸. La pratique qui « *consiste à réaliser un placement dans des actions ou des obligations d'une entreprise qui respecte certains critères liés à l'environnement, au social et à la gouvernance* » est communément appelée « investissement ESG »⁹.

Les investisseurs font souvent référence à ce concept d'investissement ESG de manière interchangeable avec d'autres concepts tels que l'investissement éthique, l'investissement socialement responsable, l'investissement vert, l'investissement durable et l'investissement d'impact. En effet, malgré le fait que ces termes recouvrent des réalités quelque peu différentes¹⁰, ils sont tous fondés sur l'idée selon laquelle la finance devrait soutenir les grands objectifs à long terme de la société plutôt que d'essayer uniquement de faire des profits¹¹. Ces notions sont comprises dans le terme plus large qu'est la finance durable, qui est défini comme « *l'ensemble des activités financières visant à améliorer l'intérêt de la collectivité sur le long terme* »¹² et qui, pour l'Union européenne¹³ fait référence au « *processus de prise en compte des considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) lors de la prise de décisions d'investissement dans le secteur financier, conduisant à des investissements à plus long terme dans des activités et projets économiques durables* »¹⁴. Ce terme fait donc référence au processus, là où le terme « investissement ESG » fait référence au moyen utilisé.

Une fois qu'il est apparu clairement que la volonté croissante de rendre le marché financier plus durable représentait davantage qu'une simple tendance, les gestionnaires d'actifs ont commencé à élaborer des stratégies pour en tirer parti. La plus marquante de ces stratégies ? Vendre au public des investissements ayant pour finalité de « rendre le monde meilleur »¹⁵. A cet égard, LARRY FINK, le PDG de BlackRock, qui est la plus grande société de gestion d'actifs au monde, a déclaré dans sa lettre annuelle de 2019 que le changement climatique obligerait les entreprises et les investisseurs à revoir

⁸ X, « Score ESG : Comment ça marche et ce que vous devez savoir », *op. cit.* ; X, « ESG Risk Ratings Empower your investment decisions with a consistent approach to assess material ESG risks », *Sustainalytics*, <https://www.sustainalytics.com/esg-data> ; T. M. DOYLE, « Ratings that don't rate », *American Council for Capital Formation*, juillet 2018, https://accfcorpgov.org/wp-content/uploads/2018/07/ACCF_RatingsESGReport.pdf (voy. p. 15 du P.D.F.).

⁹ X, « L'investissement ESG : qu'est-ce que c'est ? », *La vie ensemble*, 6 septembre 2023, <https://www.nexity.fr/guide-immobilier/conseils-investissement/investissement-durable/investissement-esg>.

¹⁰ Sur lesquelles nous n'allons pas nous attarder, dans une logique de concision.

¹¹ X, « Notre approche des investissements ESG », *Deutsche Bank*, <https://www.deutschebank.be/fr/solutions/esg-investissements-durables-approche.html>.

¹² X, « La finance durable, c'est quoi ? », *ADEME*, 13 octobre 2023, <https://agirpourlatransition.ademe.fr/particuliers/finances/finance-durable-cest-quoi>.

¹³ Que nous abrévions « UE ».

¹⁴ Dans le contexte de la politique de l'UE, la finance durable est comprise « *comme un financement visant à soutenir la croissance économique tout en réduisant les pressions sur l'environnement afin d'aider à atteindre les objectifs climatiques et environnementaux du Green Deal européen, en prenant en compte les aspects sociaux et de gouvernance. Celle-ci englobe également la transparence en ce qui concerne les risques liés aux facteurs ESG qui peuvent avoir un impact sur le système financier, et la mitigation de ces risques grâce à une gouvernance appropriée des acteurs financiers et des entreprises* ». Voy. X, « Overview of sustainable finance », *European Commission*, https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en?prefLang=fr.

¹⁵ BLOOMBERG ORIGINALS, « ESG Ratings Are Not What They Seem », *Youtube*, 20 décembre 2021, https://www.youtube.com/watch?v=f_rrS.

leurs stratégies, ce qui mènerait à une « *révolution fondamentale du monde financier* » et une « *réallocation significative des capitaux* »¹⁶.

Les sociétés de gestion d'actifs telles que BlackRock ont assez rapidement intégré ces critères ESG dans leurs propres stratégies d'investissement mais ont également commencé à émettre leurs propres produits financiers ESG, dont notamment les fonds ESG. Ces fonds sont des portefeuilles d'investissement collectif, gérés par des gestionnaires de fonds, qui collectent l'argent des investisseurs et l'utilisent pour construire un portefeuille axé sur l'ESG.

Cependant, à mesure que l'investissement ESG a gagné en popularité, il a commencé à susciter débat parmi les investisseurs traditionnels et acteurs économiques (surtout étasuniens), notamment parce qu'ils considèrent cette forme d'investissement comme nuisible à la performance financière et à la liberté économique¹⁷. Le manque de transparence et de standardisation des notations ESG constitue également un point de discordance majeur¹⁸. Avec de nombreux cadres et systèmes de notation, chacun avec ses propres critères et méthodologies, le paysage ESG est souvent décrit comme un dédale de signaux contradictoires et confus¹⁹.

Cette opacité peut mener au *washing*²⁰, au moyen duquel les entreprises exagèrent leur conformité aux normes ESG pour attirer des investissements sans apporter de réelles améliorations environnementales, sociales ou de gouvernance²¹. Les critiques appellent à des normes plus claires et plus cohérentes et soutiennent que l'état actuel des indicateurs ESG rend difficile pour les investisseurs de prendre des décisions éclairées, sapant ainsi la responsabilité des entreprises et la crédibilité de la finance durable elle-même²².

En réaction à cette popularisation, à ces critiques et pour atteindre les objectifs ambitieux qu'elle s'est fixée en matière de développement durable, l'Union européenne est, ces dernières années, passée d'une approche volontaire (*soft law*) à une approche contraignante (*hard law*) en matière de finance durable. Elle a ainsi développé un véritable cadre réglementaire qui aspire principalement à réorienter les flux financiers vers des activités durables, accroître la transparence et lutter contre le *greenwashing*²³.

¹⁶ L. FINK, « Larry Fink's 2019 letter to CEOs : Purpose & Profit », *BlackRock*, 2019, [Larry Fink's 2019 Letter to CEOs | BlackRock](https://www.blackrock.com/asset-management/literature/ceo-letter).

¹⁷ X, « Anti-ESG Movement: Voices Challenging ESG Investing », *ESGVoices*, 13 février 2024, <https://www.esgvoices.com/post/anti-esg-movement-voices-challenging-esg-investing#viewer-w746l944497>.

¹⁸ X, « Anti-ESG Movement: Voices Challenging ESG Investing », *op. cit.*

¹⁹ *Ibid.*

²⁰ Le *washing* peut être défini comme « le fait de mentir pour faire du profit ». L'entreprise va chercher à se donner une image positive qui est en décalage avec la réalité (soit indirectement avec des messages trompeurs, soit indirectement en faisant diversion). voy. X, « Le Washing en Marketing : Définitions & Exemples (greenwashing, purple-washing, rainbow,...) », *Sollya*, 28 février 2022, <https://www.sollya.fr/marketing-ethique/washing-definition-exemples/#~:text=Le%20Washing%20ou%20Blanchiment%2C%20c. soit%20indirectement%20en%20faisant%20diversion>).

²¹ X, « Anti-ESG Movement: Voices Challenging ESG Investing », *op. cit.*

²² *Ibid.*

²³ Le *greenwashing* (ou écoblanchiment) est défini comme « le fait de fournir au public ou aux investisseurs des informations fausses, trompeuses ou directes sur l'impact environnemental des produits et des opérations d'une entreprise ». Voy. X, « Les réglementations européennes », *Wallonie service public SPW*, <https://developpementdurable.wallonie.be/thematiques/finance-durable/reglementations-europeennes>.

Le cadre réglementaire européen en matière de finance durable, qui évolue rapidement, fera partie intégrante du fonctionnement des entreprises et aura un impact sur tous les acteurs du marché dans les années à venir.

En théorie, les objectifs avancés par la politique de l'UE en matière de finance durable paraissent louables. Toutefois, il apparaît de plus en plus clairement que le développement d'une finance réellement durable à l'échelle de l'UE (comme à celle du monde entier) se confronte à de nombreux obstacles qui nuisent à son efficience.

Comment définir la durabilité ? Ce concept ayant plusieurs significations, je retiendrai la définition que GRO HARLEM BRUNDTLAND a utilisée dans son rapport : la durabilité est « *l'équilibre entre le bien-être de l'homme et celui de la Terre* »²⁴. Et, selon BRYAN NORTON, la durabilité est divisée en trois axes principaux : l'environnement, le social et l'économie²⁵. Nous allons surtout insister sur l'aspect environnemental de la durabilité dans le cadre de ce mémoire. Ces obstacles sont notamment responsables du fait qu'aujourd'hui les fonds durables attirent nettement moins les flux financiers que leurs homologues non durables²⁶.

Ainsi, dans le cadre de ce mémoire, après avoir préalablement décrit le cadre réglementaire de l'UE en matière de finance durable, nous tenterons d'identifier ces obstacles. Ceux-ci nous permettront d'ébaucher des pistes de solutions dans le cas où l'approche actuelle de l'UE en matière de finance durable n'atteindrait pas ses objectifs.

En outre, le lecteur non accoutumé à la thématique complexe qu'est la finance durable trouvera, dans l'Annexe I de ce mémoire, un contexte historique décrivant, en ordre chronologique, les divers événements qui ont mené au cadre réglementaire actuel de l'UE en matière de finance durable.

²⁴ X, « Qu'est-ce que la durabilité : le concept de développement durable ? », *Aplanet*, 28 décembre 2022, <https://aplanet.org/fr/ressources/qu-est-ce-que-la-durabilite-le-concept-de-developpement-durable/>.

²⁵ X, « Qu'est-ce que la durabilité : le concept de développement durable ? », *op. cit.*

²⁶ X, « Global Sustainable Fund Flows: Q2 2024 in Review Recovery continues in Europe, but redemptions persist in other parts of the world. », *Morningstar*, juillet 2024, [https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt18dd898943dd6d27/66abf0adb3480c965b14d575/Global_ES_G_Flows_Q2_2024_Report_\(2\).pdf](https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt18dd898943dd6d27/66abf0adb3480c965b14d575/Global_ES_G_Flows_Q2_2024_Report_(2).pdf) (voy. p. 6 du P.D.F.). Il convient de mentionner que nous utilisons ici le terme « durable » au sens de la définition qui nous est fournie par Morningstar Voy. X, « Morningstar Sustainable Attributes », *Morningstar*, août 2022, <https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/bltdbe87736785b3a2d/Sustainable-Attributes-FAQ.pdf> ainsi que note de bas de page (ci-après NBP) 341.

Partie I. Le cadre réglementaire de l'Union européenne en matière de finance durable

Pour comprendre le contexte qui a mené à l'adoption de ce cadre réglementaire, nous vous renvoyons vers l'Annexe I.

Afin de soutenir les entreprises et le secteur financier tout en réorientant les financements vers des projets durables (afin notamment de respecter les objectifs contenus dans le pacte vert pour l'Europe²⁷ et l'accord de Paris²⁸), plusieurs textes réglementaires ont été adoptés, que nous allons commenter dans le cadre de ce mémoire. Ces régulations ont pour but de diriger les flux financiers vers des activités durables, d'accroître la transparence et de lutter contre le greenwashing, établissant ainsi un cadre réglementaire pour la finance durable.

Parmi ces textes réglementaires, on retrouve notamment le règlement « SFDR » (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*), portant sur les produits financiers, la directive « CSRD » (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) qui a pour objectif d'harmoniser et de fiabiliser le *reporting* extra-financier des entreprises ainsi que son ancêtre, la directive « NFRD » (*Non-Financial Reporting Directive*), le règlement « Taxonomie » qui permet notamment d'identifier les activités économiques pouvant être considérées comme durables et la directive « CSDDD » (*Corporate Sustainability due diligence directive*) portant sur le devoir de vigilance²⁹.

Comme nous aurons l'occasion de le découvrir dans cette partie, ces textes ont pour objectif de fonctionner de manière complémentaire, ce qui est bien illustré dans ce schéma explicatif³⁰.

De manière à rester concis, nous ne nous pencherons que brièvement sur les directives CSRD et CSDDD, qui ne seront de toute manière pas essentielles pour comprendre ce qui sera abordé dans la partie II, portant sur les obstacles à la mise en place d'une finance réellement durable au niveau de l'UE.

D'autres textes auraient mérité qu'on se penche sur eux dans le cadre de cette analyse tels que l'« EuGB » (European Green Bond standard) et le règlement Benchmark modifié mais, pour les mêmes raisons de concision, ne seront malheureusement pas traitées dans le cadre de cette analyse.

²⁷ Ci-après, « le Pacte ». Voy. Annexe I.7.

²⁸ Voy. Annexe I.6.

²⁹ X, « CSRD, SFDR, taxonomie verte, CSDDD : décryptage des nouvelles obligations européennes », *Goodwill Management*, 23 août 2023, <https://goodwill-management.com/decrypter-nouvelles-obligations-europeennes-csrd-sfdr-taxonomie-verte-csddd/>.

³⁰ Voy. Annexe III.1.

Chapitre I. La directive sur la publication d'informations non financières (NFRD)³¹

Pour chaque texte que nous analyserons (sauf la CSRD et la CSDDD), nous décrirons, dans un premier temps son approche générale et ses objectifs, dans un deuxième temps, son contenu et dans un troisième temps, sa mise en œuvre. Nous rajouterons toutefois une section supplémentaire dans ce chapitre, de manière à lier ce chapitre avec celui consacré à la CSRD.

SECTION I. APPROCHE GÉNÉRALE ET OBJECTIFS

Adoptée le 22 octobre 2014, la directive NFRD (*Non-Financial Reporting Directive*) modifie la directive 2013/34/UE³² (surnommée la « directive comptable ») en ce qui concerne le *reporting* ESG. En effet, la publication d'informations non financières est considérée par l'UE comme étant essentielle pour effectuer la transition vers une économie mondiale plus durable en combinant rentabilité à long terme et prise en compte les différentes problématiques couvertes par les enjeux ESG, telle que la justice sociale et la protection de l'environnement³³. Pour ce faire, elle va s'inspirer de plusieurs instruments de *reporting* ESG internationaux et notamment de l'IIRC³⁴.

La thématique du *reporting* ESG était déjà abordée par d'autres instruments tels que la directive comptable susmentionnée mais les exigences qu'ils contenaient étaient floues et s'appliquaient très différemment en fonction de l'Etat concerné³⁵. De plus, comme celles-ci n'étaient pas contraignantes, seule une petite proportion des grandes entreprises européennes (moins de 10%) rapportaient des informations ESG de façon régulière³⁶. La NFRD vient remédier à ces lacunes. En effet, celle-ci vise accroître la transparence des informations non financières fournies par des entreprises issues de tous

³¹ Pour plus d'informations sur la NFRD et le contexte de son arrivée, veuillez vous référer à l'Annexe I.5. de ce mémoire.

³² Directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, *J.O.U.E.*, 29 juin 2013, L 182, pp. 19-76.

³³ X, « Non-financial Reporting Directive », *European Parliamentary Research Service*, 2021, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI\(2021\)654213_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI(2021)654213_EN.pdf) (voy. p. 3 du P.D.F.). De plus, selon la Commission européenne, le *reporting* ESG est d'autant plus essentiel du fait qu'il « permet [à l'entreprise] d'identifier et de formaliser les forces et faiblesses d'une stratégie de développement durable, la prise de décision et le processus d'amélioration continue » et est également « un enjeu d'information et d'acceptabilité sociale pour les parties prenantes ». Voy. H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 459.

³⁴ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 459. Voir l'Annexe I, chapitre V de ce mémoire qui traite brièvement de ces cadres et normes internationales de reporting.

³⁵ X, « Disclosure of non-financial and diversity information by large companies and groups », *European Commission*, 15 avril 2024, [Press corner | European Commission \(europa.eu\)](https://presscorner.eu/en/inf/16244).

³⁶ X, « Disclosure of non-financial and diversity information by large companies and groups », *op. cit.*

les secteurs en les soumettant à une obligation de déclaration d'informations non financières, à un niveau d'exigence uniformément élevé dans tous les Etats membres³⁷.

La NFRD prévoit que la déclaration non financière devant être établie par une entreprise qu'elle couvre doit être réalisée « *dans la mesure nécessaire à la compréhension de l'évolution des affaires, des performances, de la situation de l'entreprise et des incidences de son activité* »³⁸. Ceci fait référence au concept de double matérialité, qui est un élément sous-jacent certes³⁹, mais fondamental de la directive. Concrètement, ce dernier exige des entreprises qu'elles divulguent non seulement comment les facteurs ESG externes affectent l'entreprise⁴⁰ (« *outside-in risks* ») et comment l'entreprise elle-même affecte ces facteurs ESG externes⁴¹ (« *inside-out risks* »)⁴². Ce concept est central car il permet, d'une part, aux investisseurs et aux autres parties prenantes d'évaluer plus précisément la performance extra-financière d'une entreprise en ce qui concerne ses risques globaux et sa création de valeur, et, d'autre part, il incite les entreprises à adopter des pratiques de gestion plus efficaces concernant les problématiques ESG, permettant ainsi le développement d'une mentalité d'affaires plus « responsable »⁴³.

SECTION II. CONTENU

En ce qui concerne son champ d'application, la NFRD s'applique aux « *grandes entreprises qui sont des entités d'intérêt public* [ce qui inclut notamment des grandes sociétés cotées, banques et compagnies d'assurance⁴⁴] *dépassant, à la date de clôture de leur bilan, le critère du nombre moyen de 500 salariés sur l'exercice* »⁴⁵.

Les entreprises couvertes par la NFRD ont l'obligation d'établir une « *déclaration non financière comprenant* » certaines informations relatives aux enjeux ESG « *y compris : a) une brève description du modèle commercial de l'entreprise; b) une description des politiques appliquées (...); c) les résultats*

³⁷ X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. p. 3 du P.D.F.) ; L. EID, « LA NFRD : Directive obligeant la déclaration d'informations non-financières », *Le Blog du Dirigeant*, 30 juillet 2024, [La NFRD : Qu'est ce que c'est ? Est-elle encore appliquée ? \(leblogdudirigeant.com\)](https://leblogdudirigeant.com/la-nfrd-qu-est-ce-que-c-est-est-elle-encore-appliquee/). Ceci doit permettre à divers acteurs tels que les investisseurs, la société civile, les consommateurs, ... d'analyser et d'évaluer la performance ESG des entreprises (notamment par le biais d'agences de notation ESG), et ainsi les inciter indirectement à adopter une approche plus responsable. Une approche plus transparente et responsable permet également de combattre le *greenwashing* (voy. *infra*) même si on verra qu'un tel instrument se révélera insuffisant pour éradiquer ce phénomène complètement. Voy. T. FAELLI et S. FIALON, « Transparence ESG : une approche "compliance" des obligations de publication d'informations sur la durabilité dans le secteur financier », *BFR/DBF*, 2022/2, p. 157 ; X, « Understanding the EU's Non-Financial Reporting Directive (NFRD) », *Traace*, <https://www.our-trace.com/climate-regulation-and-reporting/understanding-the-eus-non-financial-reporting-directive-nfrd/>, <https://www.leblogdudirigeant.com/nfrd/>.

³⁸ Directive comptable, art. 19bis, § 1, al. 1 (tel qu'inséré par l'art. 1 NFRD).

³⁹ T. SAUPIN, « La comptabilité environnementale et l'Union européenne : de la publication d'informations non financières à la publication d'informations sur la durabilité », *Rev. Aff. Eur.*, 2022/2, p. 262.

⁴⁰ A savoir comment l'entreprise est impactée par les questions de durabilité.

⁴¹ A savoir comment elle impacte la société et l'environnement.

⁴² X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. p. 3 du P.D.F.) ; D. NOONAN, « The Evolution of NFRD into CSRD », *Greenomy*, 9 mai 2021, [The Evolution of NFRD to CSRD \(greenomy.io\)](https://www.greenomy.io/the-evolution-of-nfrd-to-csrd/).

⁴³ D. NOONAN, *op. cit.* En pratique toutefois, il s'est révélé être difficile à implémenter, la Directive ne définissant pas clairement le concept de matérialité.

⁴⁴ X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. p. 3 du P.D.F.).

⁴⁵ Directive comptable, art. 19bis, § 1, al. 1 (tel qu'inséré par l'art. 1 NFRD).

de ces politiques; d) les principaux risques liés à ces questions (...); e) les indicateurs clés de performance de nature non financière⁴⁶ (...)»⁴⁷.

Les mêmes critères s'appliquent pour les groupes d'entreprises, qui devront effectuer leur déclaration non financière sur base consolidée⁴⁸.

De plus, la NFRD laisse aux entités comprises dans son champ d'application une importante marge de manœuvre dans la mise en œuvre de ses dispositions⁴⁹. Ceci reflète la volonté de l'UE de trouver un équilibre entre son approche volontaire antérieure (*soft law*) et sa nouvelle approche réglementaire (*hard law*) en matière de *reporting* ESG⁵⁰. Cette flexibilité peut notamment être déduite de son approche « *comply or explain* » en ce qui concerne la mise en place des politiques ESG susmentionnées par l'entreprise déclarante⁵¹. En effet, la directive prévoit que « *lorsque l'entreprise n'applique pas de politique en ce qui concerne l'une ou plusieurs de ces questions, la déclaration non financière comprend une explication claire et motivée des raisons le justifiant* »⁵².

En outre, la NFRD offre également une certaine flexibilité aux entreprises qu'elle couvre en ce qui concerne la manière dont l'information non financière doit être communiquée⁵³. En effet, elle ne leur impose ni de suivre un certain standard ou un certain cadre pour effectuer leur *reporting* ESG, ni de tenir compte d'exigences de divulgation particulièrement détaillées (telles que des listes d'indicateurs spécifiques par secteur)⁵⁴. Ceci n'empêche bien évidemment pas ces entreprises de s'inspirer des lignes directrices dictées par des instruments internationaux, européens ou nationaux en la matière (tel que l'IIRC⁵⁵)⁵⁶.

Enfin, en ce qui concerne la vérification des informations ESG fournies par les entreprises en vertu de la directive, celle-ci requiert a minima des Etats membres qu'ils imposent que « *le contrôleur légal des comptes ou le cabinet d'audit vérifie que la déclaration non financière (...) ou le rapport distinct (...) a été fourni(e)* »⁵⁷.

⁴⁶ Dans le contexte de la finance durable, les indicateurs clés de performance (KPI – *Key Performance Indicators*) sont des paramètres utilisés pour mesurer la performance d'une entreprise par rapport à ses objectifs non financiers prédéfinis. Voy. X, « Comment créer les bons indicateurs clés de performance (KPI) ? », *Tableau, Comment créer les bons indicateurs clés de performance (KPI) ? (tableau.com)* ; W. WOOD, « The Importance of Non-Financial KPIs », *LinkedIn*, 23 mai 2023, [\(6\) The Importance of Non-Financial KPIs | LinkedIn](#) ; D. MAROVIC, « Les 5 KPI de durabilité les plus importants », *S-peers*, 14 mars 2024, [Les 5 KPI de durabilité les plus importants \(s-peers.com\)](#).

⁴⁷ Directive comptable, art. 19*bis*, § 1 (tel qu'inséré par l'art. 1 NFRD).

⁴⁸ Directive comptable, art. 29a (tel qu'inséré par l'art. 1 NFRD).

⁴⁹ X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. p. 3 du P.D.F.).

⁵⁰ Cette dernière sera davantage mise en avant dans la CSRD (voy. *infra*).

⁵¹ X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. p. 3 du P.D.F.).

⁵² Directive comptable, art. 19*bis*, § 1 (tel qu'inséré par l'art. 1 NFRD).

⁵³ D. NOONAN, *op. cit.*.

⁵⁴ X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. p. 3 du P.D.F.). Ceci leur permet notamment de choisir entre inclure une déclaration non financière dans leur rapport de gestion ou d'établir un rapport distinct (à certaines conditions). Voy. Directive comptable, art. 19*bis*, § 4 (tel qu'inséré par l'art. 1 NFRD) ; X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. p. 3 du P.D.F.).

⁵⁵ Voy. Annexe I, chapitre V de ce mémoire qui traite brièvement de ces cadres et normes internationaux de reporting.

⁵⁶ X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. p. 3 du P.D.F.).

⁵⁷ Directive comptable, art. 19*bis*, § 5 (tel qu'inséré par l'art. 1 NFRD) ; X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. pp. 3-4 du P.D.F.).

SECTION III. MISE EN ŒUVRE

La NFRD est entrée en vigueur le 5 décembre 2014 et sa date limite de transposition par les Etats membres était le 6 décembre 2016⁵⁸, de sorte que les entreprises couvertes devaient effectuer leur déclaration non financière pour la première fois en 2018 (pour l'exercice financier 2017)⁵⁹.

Conformément à l'article 2 de la NFRD et dans le but d'éclairer les entreprises en ce qui concerne « *la méthodologie applicable à la communication des informations non financières* »⁶⁰, la Commission a publié en juin 2017, avec plus de six mois de retard, des lignes directrices non-contraignantes sur l'information non financière (*Non-binding Guidelines on non-financial reporting*)⁶¹.

Ensuite, en janvier 2019, la Commission publie des nouvelles lignes directrices sur l'information en rapport avec le climat (*Guidelines on reporting climate-related information*)⁶² afin notamment d'intégrer des recommandations d'instruments internationaux (tels que la TCFD et le rapport du TEG de janvier 2019) et d'expliquer certains concepts clés (tel que la double matérialité)⁶³.

SECTION IV. UNE DIRECTIVE RAPIDEMENT DÉPASSÉE

En vertu de l'article 3 de la NFRD, la Commission devait soumettre « *un rapport sur la mise en œuvre de la présente directive, y compris, entre autres aspects, sur son champ d'application, en particulier pour ce qui est des grandes entreprises non cotées, son efficacité ainsi que l'étendue des orientations fournies et des méthodes disponibles* »⁶⁴. Ce rapport devait être publié « *au plus tard le 6 décembre 2018* » et être « *assorti, le cas échéant, de propositions législatives* »⁶⁵.

Ainsi, le 11 décembre 2019, dans le cadre de sa communication sur le Pacte, la Commission a annoncé, avec un peu de retard, son intention de réviser la NFRD en 2020⁶⁶. Une consultation publique a donc été ouverte entre février et juin 2020 afin notamment de recueillir l'avis des parties prenantes sur la

⁵⁸ NFRD, art. 4, § 1, al. 1.

⁵⁹ X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* *ropean Parliamentary Research Service*, 2021, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI\(2021\)654213_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI(2021)654213_EN.pdf) (voy. p. 4 du P.D.F.).

⁶⁰ NFRD, art. 2, al. 1.

⁶¹ Communication de la Commission - Lignes directrices sur l'information non financière (méthodologie pour la communication d'informations non financières), *J.O.U.E.*, C 215, 5 juillet 2017, pp. 1-20 ; X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *Finance for Tomorrow*, mai 2020, https://institutdelafinancedurable.com/app/uploads/2020/05/Finance-for-Tomorrow-Strategie-Europeenne-sur-la-finance-durable_Mai-2020.pdf (voy. p. 16 du P.D.F.) ; X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. p. 4 du P.D.F.).

⁶² Communication de la Commission - Lignes directrices sur l'information non financière: Supplément relatif aux informations en rapport avec le climat, *J.O.U.E.*, C 209, 20 juin 2019, pp. 1-30.

⁶³ X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. p. 16 du P.D.F.) ; X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. p. 4 du P.D.F.).

⁶⁴ NFRD, art. 3.

⁶⁵ *Ibid.*

⁶⁶ T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 157 ; X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. P. 16 du P.D.F.) ; X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. p. 1 du P.D.F.) ; Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions du 11 décembre 2019 : « Le pacte vert pour l'Europe », C.O.M. (2019) 640 final.

directive⁶⁷ et d'adapter celle-ci aux nombreux changements exigés par les nouvelles bases légales en matière de finance telles que les règlements Taxonomie et SFDR⁶⁸. Cette consultation a permis de mettre en lumière de nombreuses lacunes dans sa mise en œuvre, telles que le manque de comparabilité, de fiabilité et de pertinence des informations non financières fournies par les entreprises appliquant la directive⁶⁹ ainsi que la portée trop étroite de cette dernière⁷⁰. Ces critiques sont reprises dans un document intitulé « *Implementation Appraisal of the Non-financial Reporting Directive* »⁷¹. L'aboutissement de ces démarches est le remplacement de la directive NFRD par la CSRD, que nous analyserons plus en détail dans la suite de ce mémoire⁷².

Chapitre II. Le règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (SFDR)

SECTION I. APPROCHE GÉNÉRALE ET OBJECTIFS

Adopté le 27 novembre 2019, le règlement SFDR⁷³ (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*, également appelé règlement « *Disclosure* »⁷⁴) est l'un des piliers majeurs mis en place par le Plan d'action pour contribuer au développement d'une finance durable⁷⁵. Celui-ci vise notamment à encourager l'investissement durable, améliorer la transparence, aligner les investissements sur les objectifs de durabilité de l'UE⁷⁶ et à prévenir le *washing* (et avant tout, le *greenwashing*)⁷⁷.

Pour y arriver, ce règlement met en place « *des règles harmonisées pour les acteurs des marchés financiers et les conseillers financiers relatives à la transparence en ce qui concerne l'intégration des risques en matière de durabilité et la prise en compte des incidences négatives en matière de durabilité* ».

⁶⁷ X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. p. 1 du P.D.F.).

⁶⁸ X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. P. 16 du P.D.F.).

⁶⁹ X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. p. 1 du P.D.F.).

⁷⁰ X, « Non-financial Reporting Directive », *op. cit.* (voy. pp. 7-8 du P.D.F.).

⁷¹ N. HAHNKAMPER-VANDENBULCKE, « Implementation Appraisal of the Non-financial Reporting Directive », *European Parliamentary Research Service*, 21 janvier 2021, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI\(2021\)654213_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI(2021)654213_EN.pdf).

⁷² Voy. *infra*.

⁷³ Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *J.O.U.E.*, 9 décembre 2019, L 317, pp. 1-16.

⁷⁴ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 466 ; X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. p. 12 du P.D.F.).

⁷⁵ M. DUAULT, « Tout comprendre sur la réglementation SFDR », *Traace*, 10 octobre 2023, [Tout comprendre à la réglementation SFDR \(traace.co\)](https://traace.co) ; X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. p. 12 du P.D.F.).

⁷⁶ On fait ici notamment référence aux *gamechangers* susmentionnés.

⁷⁷ M. Duault, « Tout comprendre sur la réglementation SFDR », *op. cit.*

dans leurs processus ainsi que la fourniture d'informations en matière de durabilité en ce qui concerne les produits financiers »⁷⁸.

À nouveau, on retrouve, au centre du règlement, le concept de double matérialité⁷⁹. Ce dernier fait référence à la prise en compte de l'impact des facteurs ESG sur les investissements et *a contrario* l'impact des investissements sur les facteurs ESG⁸⁰. Le SFDR vise ainsi à « permettre à l'acquéreur d'un produit ou d'un service financier d'évaluer : (i) les impacts des décisions d'investissement ou des conseils en investissement sur les facteurs ESG ; et (ii) la manière dont les risques ESG sont pris en compte dans la création et la gestion de ce produit ou de ce service financier »⁸¹.

SECTION II. CONTENU

En ce qui concerne son champ d'application, le règlement SFDR s'applique exclusivement aux acteurs financiers⁸² et aux conseillers financiers⁸³ tels que définis dans son article 2⁸⁴.

Les entités couvertes par le champ d'application du règlement SFDR ont des obligations en termes de publications d'informations, tant au niveau de l'entité même qu'au niveau des services et produits financiers⁸⁵. Ces obligations incluent « (i) la publication de certaines informations sur leur site internet ; (ii) la publication d'informations précontractuelles ; et (iii) la publication d'informations dans les rapports périodiques »⁸⁶.

Pour ce qui est de l'entité même, les obligations de transparence peuvent concerner « (i) leur politique relative aux risques en matière de durabilité⁸⁷, (ii) la prise en compte des principales incidences

⁷⁸ SFDR, art. 1.

⁷⁹ M. DUAULT, « Tout comprendre sur la réglementation SFDR », *op. cit.* ; T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 156.

⁸⁰ T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 156.

⁸¹ *Ibid.*

⁸² Cette notion comprend : « a) une entreprise d'assurance qui propose des produits d'investissement fondés sur l'assurance; b) une entreprise d'investissement fournissant des services de gestion de portefeuille; c) une institution de retraite professionnelle (IRP); d) un initiateur de produit de retraite; e) un gestionnaire de fonds d'investissement alternatif (ci-après dénommé «gestionnaire de FIA»); f) un fournisseur de produits paneuropéens d'épargne-retraite individuelle (PEPP); g) un gestionnaire de fonds de capital-risque (...); h) un gestionnaire de fonds d'entrepreneuriat social (...); i) une société de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (ci-après dénommée «société de gestion d'OPCVM»); ou j) un établissement de crédit fournissant des services de gestion de portefeuille; ». Voy. SFDR, art. 2, 1).

⁸³ Cette notion comprend : « a) un intermédiaire d'assurance qui fournit des conseils en assurance relatifs à des produits d'investissement fondés sur l'assurance; b) une entreprise d'assurance qui fournit des conseils en assurance relatifs à des produits d'investissement fondés sur l'assurance; c) un établissement de crédit qui fournit des conseils en investissement; d) une entreprise d'investissement qui fournit des conseils en investissement; e) un gestionnaire de FIA qui fournit des conseils en investissement (...); ou f) une société de gestion d'OPCVM qui fournit des conseils en investissement (...); ». Voy. SFDR, art. 2, 11).

⁸⁴ T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 155. En effet, ce règlement est spécifique au secteur financier. Ceci contraste par exemple avec la NFRD (voy. *supra*), qui s'applique de manière plus étendue à certaines entreprises répondant à des critères de taille. Il convient également de souligner que les intermédiaires d'assurance et les entreprises d'investissement employant moins de trois personnes sont exemptés de l'application de ce règlement. Voy. SFDR, art. 17, § 1.

⁸⁵ T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 156.

⁸⁶ *Ibid.*

⁸⁷ Les acteurs financiers et les conseillers financiers ont l'obligation de publier, sur leur site internet, « des informations concernant leurs politiques relatives à l'intégration des risques en matière de durabilité » qu'ils développent dans le cadre de leur activité (à savoir la prise de décision en matière d'investissement pour les uns et les conseils en matière d'investissement ou d'assurance pour les autres). Par « risque en matière de durabilité », on entend « un événement ou une situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui, s'il survient, pourrait avoir une incidence négative importante, réelle ou potentielle, sur la valeur de l'investissement ». Voy. SFDR, art. 2, 22) et 3 ; S. FLAMENT et J. GOLLIER, « Le règlement « Disclosure » entre en vigueur le 10 mars 2021 », *Eubelius*, <https://www.eubelius.com/fr/le-reglement-disclosure-entre-en-vigueur-le-10-mars-2021>.

*négligentes en matière de durabilité*⁸⁸ ; et (iii) leur politique de rémunération en ce qui concerne l'intégration des risques en matière de durabilité⁸⁹ »⁹⁰.

Pour ce qui est des services et produits financiers, les entités couvertes par le champ d'application du règlement doivent d'abord et avant tout divulguer certaines informations de manière précontractuelles aux investisseurs⁹¹.

De plus, et ce depuis le 30 décembre 2022, les acteurs financiers ont l'obligation de faire preuve de transparence en ce qui concerne les « incidences négatives en matière de durabilité (PAI⁹²) au niveau des produits financiers »⁹³.

Enfin, le SFDR prévoit également des obligations de transparence spécifiques relatives à certains produits financiers. En effet, celui-ci crée deux catégories particulières de produits financiers : « (i) les produits ayant pour objectif l'investissement durable (les produits dits « Article 9 ou « dark green »)⁹⁴ et (ii) les produits promouvant des caractéristiques de durabilité (les produits dits « Article 8 » ou « light green »)⁹⁵ »⁹⁶. Les produits financiers qui n'ont pas d'objectifs explicites de développement durable sont communément appelés « Article 6 » en référence au fait qu'ils ne doivent pas tenir compte d'une dimension ESG dans leur stratégie d'investissement mais conservent toutefois l'obligation de divulguer des informations de base relatives aux risques en matière de durabilité⁹⁷.

⁸⁸ Voy. Annexe IV.

⁸⁹ Le SFDR impose aux acteurs financiers et aux conseillers financiers d'inclure « dans leurs politiques de rémunération des informations sur la manière dont ces politiques sont adaptées à l'intégration des risques en matière de durabilité » et de publier « ces informations sur leur site internet ». Voy. SFDR, art. 5, § 1.

⁹⁰ T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 156.

⁹¹ T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 156. Pour ce faire, le SFDR prévoit que ces entités décrivent, dans leurs informations précontractuelles, (i) « la manière dont les risques en matière de durabilité sont intégrés dans » leur activité et (ii) « les résultats de l'évaluation des incidences probables des risques en matière de durabilité sur le rendement des produits financiers » avec lesquels il traite. Voy. SFDR, art. 6.

⁹² Voy. *supra* à la note de bas de page qui porte sur le concept de PAI.

⁹³ Les acteurs financiers ont « au plus tard le 30 décembre 2022, pour chaque produit financier, » lorsqu'ils prennent en compte ces PAI, l'obligation de publier « a) une explication claire et motivée indiquant si un produit financier prend en compte les principales incidences négatives sur les facteurs de durabilité et, dans l'affirmative, la manière dont il le fait; b) une déclaration indiquant que les informations relatives aux principales incidences négatives sur les facteurs de durabilité sont disponibles dans les informations » publiées dans les rapports périodiques. Lorsqu'un acteur financier ne prend pas en compte ces PAI, il a l'obligation de publier, « pour chaque produit financier, une déclaration indiquant que l'acteur des marchés financiers ne prend pas en compte les incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité ainsi qu'une explication des raisons pour lesquelles il ne le fait pas ». On retrouve là à nouveau l'approche « *comply or explain* » également présente dans la directive NFRD (voy. *supra*). Voy. art. 7 SFDR ; T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 157.

⁹⁴ X, « Articles 6, 8 et 9 de la SFDR: ce qu'il faut savoir », Apiday, 2 juillet 2024, <https://fr.apiday.com/blog-posts/sfdr-articles-6-8-and-9-what-you-need-to-know> ; DUAULT M., « Tout comprendre sur la réglementation SFDR », Traace, 10 octobre 2023, Tout comprendre à la réglementation SFDR (traace.co) ; T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 157.

⁹⁵ SFDR, art. 8. Les produits financiers visés par cet article doivent également intégrer des facteurs ESG dans leur stratégie d'investissement en vue d'atteindre certains objectifs de durabilité mais les exigences sont beaucoup moins contraignantes que celles de l'article 9. Le SFDR prévoit que (i) « lorsqu'un produit financier promeut, entre autres caractéristiques, des caractéristiques » ESG « les informations à publier (...) comprennent: a) des informations sur la manière dont ces caractéristiques sont respectées; b) si un indice a été désigné comme indice de référence, des informations indiquant si et de quelle manière cet indice est adapté à ces caractéristiques » et (ii) « les acteurs des marchés financiers incluent dans les informations à publier (...) une indication de l'endroit où trouver la méthodologie utilisée pour le calcul de l'indice ». Voy. SFDR, art. 8 ; X, « Articles 6, 8 et 9 de la SFDR : ce qu'il faut savoir », Apiday, 2 juillet 2024, <https://fr.apiday.com/blog-posts/sfdr-articles-6-8-and-9-what-you-need-to-know> ; DUAULT M., « Tout comprendre sur la réglementation SFDR », *op. cit.*

⁹⁶ T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 157.

⁹⁷ M. DUAULT, « Tout comprendre sur la réglementation SFDR », *op. cit.*

SECTION III. MISE EN ŒUVRE

Le règlement SFDR est entré en vigueur le 29 décembre 2019 et est effectivement applicable depuis le 10 mars 2021⁹⁸. Ceci implique que les entités concernées par le règlement doivent, à partir de cette date, respecter la plupart des obligations de divulgation susmentionnées, et notamment celles relatives aux risques en matière de durabilité⁹⁹, conformément aux principes généraux du SFDR¹⁰⁰.

Toutefois, le règlement SFDR n'a pas pour vocation de s'appliquer seul. En effet, celui-ci est accompagné de mesures d'exécution dites de « niveau 2 »¹⁰¹. Ainsi, dans plusieurs de ses dispositions, le règlement mandate les autorités européennes de surveillance (AES)¹⁰² de rédiger et à la Commission d'adopter des normes techniques appelées RTS (*Regulatory Technical Standards*¹⁰³) et ITS (*Implementing Technical Standards*¹⁰⁴)¹⁰⁵. Dans le cadre du SFDR, ces normes techniques, communément appelées « SFDR RTS », ont principalement pour objectif la création d'un cadre clair et uniforme quant aux diverses obligations issues du SFDR, notamment par la fourniture de *templates* explicatifs¹⁰⁶.

⁹⁸ SFDR, art. 20.

⁹⁹ X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. p. 12 du P.D.F) Voy. NBP n° 87 sur la notion de « risque en matière de durabilité ».

¹⁰⁰ FLAMENT S. et GOLLIER J., *op. cit.*

¹⁰¹ Conformément au processus Lamfalussy, à savoir la démarche utilisée par l'UE pour concevoir sa réglementation applicable au secteur bancaire et financier, la réglementation européenne se décompose en quatre niveaux : (i) le niveau 1, qui établit la législation-cadre, (ii) le niveau 2, qui établit les mesures d'exécution, (iii) le niveau 3, qui établit les lignes directrices ayant pour objectif l'application cohérente et uniforme des dispositions issues des deux niveaux précédents dans chaque Etat membre et (iv) le niveau 4, qui correspond à la vérification de la conformité de la réglementation européenne avec les diverses législations nationales. Voy. X, « Quelques précisions sur la législation européenne », *la finance pour tous*, <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/crises-economiques/crise-de-la-zone-euro/2012-les-reformes-europeennes-du-secteur-bancaire-et-financier/quelques-precisions-sur-la-legislation-europeenne/>.

¹⁰² Pour davantage d'informations sur ces institutions et, plus largement, sur le Système européen de surveillance financière. X, « Le Système européen de surveillance financière », *Banque centrale européenne*, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/esfs/html/index.fr.html>.

¹⁰³ Le terme « *Regulatory Technical Standard* » désigne « un acte délégué (...) [qui a pour objectif de] développer, préciser et déterminer les conditions d'une harmonisation cohérente des règles incluses dans l'acte législatif de base ». Voy. X, « 'Draft Regulatory Technical Standards on the methods of prudential consolidation under Article 18 of Regulation (EU) No 575/2013 (Capital Requirements Regulation - CRR)' », *Deutsche Boerse*, 9 novembre 2017, <https://www.deutsche-boerse.com/dbq-en/regulation/regulatory-topics/mifid-mifir/mifid-mifir-virtual/mifid-i-to-mifid-ii/mifid-ii-mifir/RTS-and-ITS-+151036#:~:text=Accordingly%2C%20an%20implementing%20technical%20standard,in%20the%20basic%20legislative%20act>.

¹⁰⁴ Le terme « *Implementing Technical Standard* » désigne « un acte délégué qui prévoit l'application uniforme de certaines dispositions de l'acte législatif de base ». Voy. X, « 'Draft Regulatory Technical Standards on the methods of prudential consolidation under Article 18 of Regulation (EU) No 575/2013 (Capital Requirements Regulation - CRR)' », *op. cit.*

¹⁰⁵ X, « SFDR: Draft delegated act (RTS) amending the Delegated Regulation (EU) 2022/1288 », *Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON)*, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2024/758649/IPOL_BRI\(2024\)758649_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2024/758649/IPOL_BRI(2024)758649_EN.pdf) (voy. p. 2 du P.D.F) ; A. CARR et A. CHEIKH, « Sustainable disclosure regimes in the EU and UK: a comparative overview including banks' transition plans in the era of climate change », *R.I.S.F.-I.J.F.S.*, 2024, p. 15.

¹⁰⁶ FLAMENT S. et GOLLIER J., *op. cit.* Parmi ces *templates*, nous retrouvons notamment plusieurs tableaux contenant les indicateurs PAI (voy. Annexe IV).

Les AES ont donc publié un premier lot de sept projets de RTS en février 2021 et un deuxième de six projets en octobre de la même année¹⁰⁷. Ces projets ont été regroupés par la Commission en un règlement délégué (UE) 2022/1288 (que nous abrévierons « RTS 2022 »)¹⁰⁸ qui est devenu effectivement applicable le 1^{er} janvier 2023¹⁰⁹. Celui-ci a ensuite été modifié par le règlement délégué (UE) modificatif 2023/363¹¹⁰, afin que les investisseurs reçoivent des informations qui reflètent les dispositions du règlement délégué (UE) 2022/1214¹¹¹ complétant la Taxonomie en ce qui concerne le nucléaire et le gaz fossile¹¹².

Par la suite, dans deux lettres envoyées aux AES respectivement le 8 et le 11 avril 2022, la Commission va les charger d'examiner et de réviser plusieurs aspects du fonctionnement du RTS 2022¹¹³. Ainsi, le 4 décembre 2023, les AES ont publié leur rapport final¹¹⁴, contenant un certain nombre de propositions d'amendements au RTS 2022¹¹⁵.

¹⁰⁷ X, « SFDR: Draft delegated act (RTS) amending the Delegated Regulation (EU) 2022/1288 », *op. cit.* (voy. p. 3 du P.D.F.). La publication des RTS pour les indicateurs PAI liés au climat et à l'environnement était initialement prévue pour décembre 2020 et ceux liés aux enjeux sociaux, de droits humains et de lutte contre la corruption pour décembre 2021 mais la publication a été retardée en raison de la pandémie de Covid-19. Voy. X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. p. 12 du P.D.F.) ; X, « SFDR: Draft delegated act (RTS) amending the Delegated Regulation (EU) 2022/1288 », *op. cit.* (voy. p. 3 du P.D.F.).

¹⁰⁸ Règlement délégué (UE) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation détaillant le contenu et la présentation des informations relatives au principe consistant à « ne pas causer de préjudice important » et précisant le contenu, les méthodes et la présentation pour les informations relatives aux indicateurs de durabilité et aux incidences négatives en matière de durabilité ainsi que le contenu et la présentation des informations relatives à la promotion de caractéristiques environnementales ou sociales et d'objectifs d'investissement durable dans les documents précontractuels, sur les sites internet et dans les rapports périodiques, *J.O.U.E.*, 25 juillet 2022, L 196, pp. 1-72.

¹⁰⁹ X, « SFDR: Draft delegated act (RTS) amending the Delegated Regulation (EU) 2022/1288 », *op. cit.* (voy. p. 3 du P.D.F.) ; A. CARR et A. CHEIKH, *op. cit.* p. 15.

¹¹⁰ Règlement délégué (UE) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022 modifiant et rectifiant les normes techniques de réglementation définies dans le règlement délégué (UE) 2022/1288 en ce qui concerne le contenu et la présentation des informations à publier dans les documents précontractuels et les rapports périodiques relatifs à des produits financiers qui investissent dans des activités économiques durables sur le plan environnemental, *J.O.U.E.*, 17 février 2023, L 50, pp. 3-27.

¹¹¹ Règlement délégué (UE) 2022/1214 de la Commission du 9 mars 2022 modifiant le règlement délégué (UE) 2021/2139 en ce qui concerne les activités économiques exercées dans certains secteurs de l'énergie et le règlement délégué (UE) 2021/2178 en ce qui concerne les informations à publier spécifiquement pour ces activités économiques, *J.O.U.E.*, 15 juillet 2022, L 188, pp. 1-45.

¹¹² X, « SFDR: Draft delegated act (RTS) amending the Delegated Regulation (EU) 2022/1288 », *op. cit.* (voy. pp. 3-4 du P.D.F.).

¹¹³ X, « SFDR RTS – the Commission asks the ESAs to prepare amendments », Simmons & Simmons, 10 mai 2022, [SFDR RTS – the Commission asks the ESAs to prepare amendments | Simmons & Simmons \(simmons-simmons.com\)](https://www.simmons-simmons.com/en/insights/sfdr-rtss-the-commission-asks-the-esas-to-prepare-amendments) ; X, « SFDR: Draft delegated act (RTS) amending the Delegated Regulation (EU) 2022/1288 », *op. cit.* (voy. p. 5 du P.D.F.) ; X, « ESAs put forward amendments to sustainability disclosures for the financial sector », *European Insurance and Occupational Pensions Authority*, 4 décembre 2023, https://www.eiopa.europa.eu/esas-put-forward-amendments-sustainability-disclosures-financial-sector-2023-12-04_en.

¹¹⁴ X, « Final Report on draft Regulatory Technical Standards », *Esma*, 4 décembre 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/JC_2023_55_Final_Report_SFDR_Delegated_Regulation_amending_RTS.pdf.

¹¹⁵ X, « SFDR RTS 2.0 - A brief analysis of the ESAs Final Report published on 4 December 2023 », Herbert Smith Freehills, 11 décembre 2023, <https://www.herbertsmithfreehills.com/notes/esg/2023-12/sfdr-rtss-2-0-a-brief-analysis-of-the-esas-final-report-published-on-4-december-2023> ; X, « Proposed Changes to SFDR Annexes and Other Proposals From the ESAs' Amendments to the SFDR RTS », Arthur Cox, 31 janvier 2024, <https://www.arthurcox.com/knowledge/proposed-changes-to-sfdr-annexes-and-other-proposals-from-the-esas-amendments-to-the-sfdr-rtss/>. Dans ce rapport, les AES proposent, en réponse aux requêtes faites par la Commission : (i) « d'allonger la liste des indicateurs sociaux pour les PAI », (ii) « d'autres modifications du cadre de divulgation PAI » et (iii) « d'introduire de nouvelles informations sur les produits financiers concernant les objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre (GES) ». En complément, les AES vont envisager d'autres changements tels que « l'amélioration de la divulgation de la manière dont les investissements durables se conforment au principe (...) DNSH [voy. *supra*] (...) » et la simplification des modèles contenus dans les annexes II à V du « RTS 2022. Voy. X, « Final Report on draft Regulatory Technical Standards », *op. cit.*

Une consultation publique ouverte et ciblée portant sur le SFDR en général (et pas seulement sur la réglementation déléguée) a été organisée par l'UE du 14 septembre au 22 décembre 2023 et un rapport résumant les résultats de celle-ci a été publié le 3 mai 2024¹¹⁶.

L'UE devrait très prochainement prendre acte de ces événements afin d'adapter le règlement SFDR et sa réglementation déléguée.

Chapitre III. Le règlement sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables (Taxonomie)

SECTION I. APPROCHE GÉNÉRALE ET OBJECTIFS

Adopté le 18 juin 2020, le règlement Taxonomie¹¹⁷ (communément appelé la « Taxonomie européenne » ou simplement la « Taxonomie ») peut être défini succinctement comme « *un système de classification des actifs qui crée un langage commun capable d'orienter les prises de décisions en matière de durabilité* »¹¹⁸. Selon les recommandations du HLEG (*High-Level Expert Group on sustainable finance*), la mise en place de ce règlement constitue le premier axe stratégique du Plan d'action¹¹⁹. En effet, celle-ci « *en constitue la condition nécessaire, en apportant un socle de définitions communes qui serviront de référence pour les futures réglementations et outils concernant la finance durable et les critères (...) ESG* »¹²⁰. De plus, l'application transversale de ce règlement¹²¹ en fait un instrument essentiel pour la mise en œuvre du Pacte¹²².

¹¹⁶ X, « Summary Report of the Open and Targeted Consultations on the SFDR assessment », *European Commission*, 2023, https://finance.ec.europa.eu/document/download/0f2cfde1-12b0-4860-b548-0393ac5b592b_en?filename=2023-sfdr-implementation-summary-of-responses_en.pdf ; X, « Sustainability-related disclosure in the financial services sector », *European Commission*, https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en#policy-making-timeline.

¹¹⁷ Règlement (UE) 2020/852 du Parlement Européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *J.O.U.E.*, L 198, 22 juin 2020, pp. 13-43. Cette appellation vient du terme « taxinomie » ou « taxonomie » qui désigne, selon la définition du dictionnaire Larousse, une « *classification, suite d'éléments formant des listes qui concerne un domaine, une science* ».

¹¹⁸ X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. p. 8 du P.D.F.).

¹¹⁹ X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. p. 8 du P.D.F.) ; X, « Final Report 2018 », *High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.

¹²⁰ X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. p. 8 du P.D.F.).

¹²¹ En utilisant le terme « transversal », on fait notamment référence à son large champ d'application, qui comprend notamment les « *mesures adoptées par les États membres ou par l'Union et qui imposent des exigences aux acteurs des marchés financiers ou aux émetteurs en ce qui concerne les produits financiers ou obligations d'entreprise qui sont mis à disposition comme étant durables sur le plan environnemental* ». Voy. Taxonomie, art. 1, § 2, et *infra*.

¹²² T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 154.

En établissant « *les critères permettant de déterminer si une activité économique est considérée comme durable sur le plan environnemental, aux fins de la détermination du degré de durabilité environnementale d'un investissement* »¹²³, la Taxonomie vise à favoriser « *une plus grande transparence de l'information sur les activités économiques* », à « *lutter contre le greenwashing, en apportant un signal de marché pour aligner tous les acteurs sur des standards et des objectifs communs* » et « *à réduire la fragmentation du marché européen en facilitant l'analyse et la comparaison des produits financiers et des projets durables* »¹²⁴. A terme, celle-ci devrait avoir pour effet d'encourager les entreprises à prendre en compte les enjeux ESG liés à leurs activités et d'orienter les investissements vers des activités économiques plus durables sur le plan environnemental¹²⁵.

SECTION II. CONTENU

En ce qui concerne le champ d'application *ratione personae* du règlement Taxonomie, ce dernier est particulièrement large étant donné qu'il s'applique à la fois (i) aux « *Etats-membres et (...) [aux] institutions de l'UE qui mettent en place des outils financiers et des politiques publiques durables* » sur le plan environnemental¹²⁶, (ii) « *aux acteurs des marchés financiers*¹²⁷ *qui mettent à disposition des produits financiers*¹²⁸ »¹²⁹ et (iii) « *aux entreprises qui sont soumises à l'obligation de publier une déclaration non financière ou une déclaration non financière consolidée, conformément à* » la NFRD¹³⁰ (et à présent la CSRD ¹³¹)¹³².

Pour qu'une activité économique soit considérée comme durable sur le plan environnemental et alignée avec la « Taxonomie », l'article 3 de ce règlement énonce qu'une telle activité doit remplir 4 conditions, à savoir : (i) contribuer « *substantiellement à un ou plusieurs des objectifs environnementaux énoncés*

¹²³ Taxonomie, art. 1, § 1.

¹²⁴ X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. p. 8 du P.D.F.).

¹²⁵ N. LE BOËNNE ET L. VANNETZEL, « Taxonomie et CSRD : rien ne sera plus comme avant pour la direction financière », *Dafmag*, 24 mai 2023, [https://www.daf-mag.fr/Thematique/reglementation-1243/normes-2201/Breves/Taxonomie-et-CSRD-rien-ne-sera-plus-comme-avant-pour-382147.htm#:~:text=En%202025%20\(donn%C3%A9es%20de%20l.concern%C3%A9es%20pr%C3%A9c%C3%A9demment%20devraient%20l%C3%AAtre.](https://www.daf-mag.fr/Thematique/reglementation-1243/normes-2201/Breves/Taxonomie-et-CSRD-rien-ne-sera-plus-comme-avant-pour-382147.htm#:~:text=En%202025%20(donn%C3%A9es%20de%20l.concern%C3%A9es%20pr%C3%A9c%C3%A9demment%20devraient%20l%C3%AAtre.)

¹²⁶ X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. p. 9 du P.D.F.) ; Taxonomie, art. 1, § 2, a).

¹²⁷ La Taxonomie renvoie, pour la définition de ce terme, au SFDR. Voy. Taxonomie, art. 2, 2).

¹²⁸ La Taxonomie renvoie, pour la définition de ce terme, au SFDR. Voy. Taxonomie, art. 2, 3).

¹²⁹ Taxonomie, art. 1, § 2, b).

¹³⁰ Voy. *supra* pour le champ d'application de la NFRD.

¹³¹ M. DUAULT, « La taxonomie européenne : fonctionnement et objectifs », *Traace*, 12 septembre 2023, <https://www.traace.co/post/qu-est-ce-que-la-taxonomie-europeenne>. Voy. *infra* pour le champ d'application de la CSRD.

¹³² Taxonomie, art. 1, § 2, c).

à l'article 9 »¹³³, « d'après des seuils de performance et/ou de processus et gestion des risques, définis pour chaque activité économique »¹³⁴, (ii) ne causer « de préjudice important à aucun des objectifs environnementaux énoncés à l'article 9 »¹³⁵ (application du principe DNSH – *Do No Significant Harm*¹³⁶) sur l'ensemble « du cycle de vie des produits et des services (...) [de l']activité économique »¹³⁷, (iii) être « exercée dans le respect des garanties minimales [en matière sociale et de gouvernance] prévues à l'article 18 »¹³⁸ et (iv) être « conforme aux critères d'examen technique [TSC - *Technical Screening Criteria*] établis par la Commission »¹³⁹. Cette dernière condition ne constitue pas véritablement une condition en soi, mais plutôt une précision sur la manière dont les trois autres conditions doivent être respectées¹⁴⁰. Il est important d'ajouter que pour être qualifiée de « durable sur le plan environnemental » au sens de la Taxonomie, l'activité économique doit également être éligible (à savoir incluse dans la liste évolutive des activités économiques figurant dans les actes délégués de la Taxonomie)¹⁴¹.

En plus d'être un cadre de référence en matière de durabilité, la Taxonomie prévoit également des obligations de publications d'informations dans certains cas¹⁴².

La Taxonomie prévoit d'abord des obligations spécifiques pour « toute entreprise soumise à l'obligation de publier des informations non financières conformément » à la NFRD (et à présent la CSRD¹⁴³)¹⁴⁴. Ces entreprises doivent inclure dans leur *reporting* ESG des indicateurs clés de performance (KPI –

¹³³ Taxonomie, art. 3, a). Ces objectifs (au nombre de six) sont : « a) l'atténuation du changement climatique; b) l'adaptation au changement climatique; c) l'utilisation durable et la protection des ressources aquatiques et marines; d) la transition vers une économie circulaire; e) la prévention et la réduction de la pollution; f) la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes ». Voy. Taxonomie, art. 9. Il existe trois niveaux d'activités selon leur niveau d'implication dans l'atteinte de ces objectifs : (i) les activités dites « durables » que nous venons de mentionner, (ii) les activités dites « habilitantes », « qui permettent le développement des secteurs durables, en habilitant d'autres activités à contribuer à l'un des objectifs » et (iii) les activités dites « transitoires », « pour lesquelles il n'existe pas d'alternative bas carbone mais dont les émissions de gaz à effet de serre correspondent aux meilleures performances du secteur ». Voy. X, « Taxonomie verte : mode d'emploi ! », Commission européenne, 13 janvier 2022, <https://www.trace.co/post/qu-est-ce-que-la-taxonomie-europeenne>; X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. p. 10 du P.D.F.) ; M DUAULT., « La taxonomie européenne : fonctionnement et objectifs », *op. cit.*

¹³⁴ X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* (voy. p. 8 du P.D.F.) ; Taxonomie, art. 10 à 16.

¹³⁵ Taxonomie, art. 3, b).

¹³⁶ Pour davantage d'informations à propos de ce concept, voy. *supra* sa définition dans le chapitre sur le SFDR (auquel la Taxonomie renvoie dans son art. 18, § 2).

¹³⁷ Taxonomie, art. 17.

¹³⁸ Taxonomie, art. 3, c). Ces « garanties minimales (...) sont des procédures qu'une entreprise exerçant une activité économique met en œuvre pour s'aligner sur les principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales et les principes directeurs des Nations unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'homme, y compris les principes et les droits fixés par les huit conventions fondamentales citées dans la déclaration de l'Organisation internationale du travail relative aux principes et droits fondamentaux au travail et par la Charte internationale des droits de l'homme ». Voy. Taxonomie, art. 18, § 1.

¹³⁹ Taxonomie, art. 3, d). Les TSC sont énoncés dans des actes délégués à la Taxonomie et servent à déterminer si une activité économique est durable sur le plan environnemental. Ils sont notamment utilisés pour s'assurer que les deux premières conditions de l'article 3 de la Taxonomie sont remplies, à savoir que « l'activité économique a un impact positif sur l'environnement, ou réduit de manière significative les effets négatifs sur l'environnement » et que l'« activité économique n'a pas un impact négatif significatif sur l'un des six objectifs » susmentionnés. Ces critères « doivent être fondés sur des preuves scientifiques, se conformer au principe de neutralité technologique, se fonder sur les pratiques de marché existantes ainsi que sur la législation de l'Union européenne et prendre (...) en compte le cycle de vie des produits ». Voy. A. SOTIROPOULOU, *op. cit.*, pp. 250-251 ; Taxonomie, art. 19 et 23.

¹⁴⁰ A. SOTIROPOULOU, *op. cit.*, p. 250.

¹⁴¹ N. LE BOËNNE ET L. VANNETZEL, *op. cit.* ; X, « Fiche pratique Décryptage de la Taxonomie européenne », *Mouvement des entreprises de France*, <https://www.medef63.fr/wp-content/uploads/2022/02/14211-fiche-pratique-decryptage-reglement-taxonomie.pdf> (voy. p. 2 du P.D.F.).

¹⁴² T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 155.

¹⁴³ T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 155 ; N. LE BOËNNE ET L. VANNETZEL, *op. cit.*

¹⁴⁴ Taxonomie, art. 8, § 1.

Key Performance Indicators)¹⁴⁵ attestant « la manière et la mesure dans laquelle les activités de l'entreprise sont associées à des activités économiques pouvant être considérées comme durables sur le plan environnemental au » sens du règlement¹⁴⁶. Plus précisément, elles « doivent indiquer la part [exprimée en pourcentage] de chiffre d'affaires, (...) de dépenses d'investissement [(Capex, de l'anglais *capital expenditure*)] et d'exploitation [(Opex, de l'anglais *operational expenditure*)] de l'année de référence liées à des produits ou des services associés à des activités économiques considérées comme durables [sur le plan environnemental] au sens du règlement » Taxonomie¹⁴⁷.

A ce titre, le règlement délégué (UE) 2021/2178¹⁴⁸ fournit des *templates* détaillant le contenu, la méthode de détermination et la présentation des différents KPI selon le type d'acteur débiteur de l'obligation (qui peut être une entreprise non financière, un gestionnaire d'actifs, un établissement de crédit, une entreprise d'investissement ou une entreprise d'assurance et de réassurance)¹⁴⁹.

La Taxonomie prévoit en outre que les acteurs des marchés financiers soumis au SFDR devront également publier des informations supplémentaires détaillant à quel point leurs produits financiers¹⁵⁰ sont alignés avec la Taxonomie en se basant sur les TSC compris dans deux de ses actes délégués dits « Climat »¹⁵¹ et « Environnement et climat »¹⁵².

SECTION III. MISE EN ŒUVRE

La Taxonomie est entrée en vigueur le 12 juillet 2020 mais sa mise en application s'est réalisée de façon progressive (à partir du 1^{er} janvier 2022 pour les deux premiers objectifs environnementaux et à partir du 1^{er} janvier 2023 pour les quatre derniers)¹⁵³. Les obligations additionnelles de *reporting* ESG qu'elle

¹⁴⁵ Voy. NBP n° 46 qui porte sur les KPI.

¹⁴⁶ Taxonomie, art. 8, § 1.

¹⁴⁷ T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 155 ; Taxonomie, art. 8, § 2 ; H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 468.

¹⁴⁸ Règlement délégué (UE) 2021/2178 de la Commission du 6 juillet 2021 complétant le règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil par des précisions concernant le contenu et la présentation des informations que doivent publier les entreprises soumises à l'article 19 bis ou à l'article 29 bis de la directive 2013/34/UE sur leurs activités économiques durables sur le plan environnemental, ainsi que la méthode à suivre pour se conformer à cette obligation d'information, *J.O.U.E.*, 10 décembre 2021, L 443, pp. 9-67.

¹⁴⁹ T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 155 ; A. CARR et A. CHEIKH, *op. cit.*, p. 14.

¹⁵⁰ La Taxonomie renvoie, pour la définition de ce terme, au SFDR. Voy. Taxonomie, art. 2, 3).

¹⁵¹ Règlement délégué (UE) 2021/2139 de la Commission du 4 juin 2021 complétant le règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil par les critères d'examen technique permettant de déterminer à quelles conditions une activité économique peut être considérée comme contribuant substantiellement à l'atténuation du changement climatique ou à l'adaptation à celui-ci et si cette activité économique ne cause de préjudice important à aucun des autres objectifs environnementaux, *J.O.U.E.*, 9 décembre 2021, L 442, pp. 1-349 ; X, « Taxonomie de l'UE pour les activités durables », *Commission européenne, Taxonomie de l'UE pour les activités durables - Commission européenne (europa.eu)*.

¹⁵² Règlement délégué (UE) 2023/2486 de la Commission du 27 juin 2023 complétant le règlement (UE) 2020/852 du Parlement européen et du Conseil par les critères d'examen technique permettant de déterminer à quelles conditions une activité économique peut être considérée comme contribuant substantiellement à l'utilisation durable et à la protection des ressources aquatiques et marines, à la transition vers une économie circulaire, à la prévention et à la réduction de la pollution, ou à la protection et à la restauration de la biodiversité et des écosystèmes, et si cette activité économique ne cause de préjudice important à aucun des autres objectifs environnementaux, et modifiant le règlement délégué (UE) 2021/2178 de la Commission en ce qui concerne les informations à publier spécifiquement pour ces activités économiques, *J.O.U.E.*, 21 novembre 2023, L, pp. 1-164 ; A. CARR et A. CHEIKH, *op. cit.*, pp. 14-15 ; A. SOTIROPOULOU, *op. cit.*, p. 249.

¹⁵³ Taxonomie, art. 27, § 2.

impose ont été, dans un premier temps, appliquées aux entreprises soumises à la NFRD mais elles s'étendent progressivement à toutes les entreprises nouvellement soumises à la CSRD¹⁵⁴.

Comme mentionné précédemment, plusieurs règlements délégués ont été adoptés pour compléter ce règlement, en particulier pour préciser certaines normes techniques telles que les TSC et les KPI¹⁵⁵. La Taxonomie ainsi que les normes techniques qui l'accompagnent sont vouées à évoluer et à s'étendre dans le futur, notamment pour tenir compte des progrès technologiques et économiques et pour intégrer de nouvelles activités¹⁵⁶. C'est pourquoi la Taxonomie prévoit de régulièrement mettre à jour ses critères¹⁵⁷.

En ce qui concerne les grands absents de ce règlement, à savoir les piliers « S » et « G » de l'acronyme ESG, il est annoncé, dans un de ses considérants, que « *d'autres orientations concernant des activités qui contribuent à d'autres objectifs en matière de durabilité, y compris les objectifs sociaux, pourraient être élaborées ultérieurement* »¹⁵⁸. C'est ainsi qu'en février 2022, la plateforme sur la finance durable¹⁵⁹ a publié son rapport final sur la « taxonomie sociale ». Elle a aussi suggéré les concepts de « taxonomie neutre » et de « taxonomie brune »¹⁶⁰. Celles-ci permettraient, d'un côté, d'identifier les activités économiques qui n'ont aucun impact sur l'environnement et, de l'autre, celles qui ont un impact considéré comme néfaste sur les objectifs environnementaux de la Taxonomie¹⁶¹.

¹⁵⁴ M. DUAULT, « La taxonomie européenne : fonctionnement et objectifs », *op. cit.* Pour une meilleure vue d'ensemble de cette application progressive, voy. Annexe III.3.

¹⁵⁵ De manière à rester concis, nous n'aborderons pas ces règlements délégués de la Taxonomie mais la liste complète de ceux-ci sous forme de ligne du temps peut être consultée sur ce site : X, « Taxonomie de l'UE pour les activités durables », *op. cit.*

¹⁵⁶ M. DUAULT, « La taxonomie européenne : fonctionnement et objectifs », *op. cit.*

¹⁵⁷ Taxonomie, considérant 38.

¹⁵⁸ Taxonomie, considérant 6.

¹⁵⁹ Etablie par l'article 20 de la Taxonomie, la plateforme sur la finance durable « *est un forum composé de représentants d'agences et d'autorités européennes, d'experts représentant le secteur privé, la société civile et d'experts possédant des connaissances et une expérience avérée dans les domaines couverts par le règlement Taxonomie* ». Voy. T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 154.

¹⁶⁰ M. DUAULT, « La taxonomie européenne : fonctionnement et objectifs », *Traace*, 12 septembre 2023, <https://www.traace.co/post/qu-est-ce-que-la-taxonomie-europeenne> ; X, « Public Consultation Report on Taxonomy extension options linked to environmental objectives », *European Commission*, juillet 2021, https://finance.ec.europa.eu/document/download/6966f788-076b-457f-b7b5-81d154a9da99_en?filename=sustainable-finance-platform-report-taxonomy-extension-july2021_en.pdf ; voy. ég. le rapport de la BCE portant sur le sujet : X, « Eurosystem reply to the European Commission's public consultations on the Renewed Sustainable Finance Strategy and the revision of the NonFinancial Reporting Directive », *European Central Bank*, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.eurosystemreplyeuropeancommissionpublicconsultations_20200608~cf01a984aa.en.pdf ; B. Gaillard, « Environnement : qu'est-ce que la taxonomie verte de l'Union européenne ? », *Toute l'Europe, Environnement* : [qu'est-ce que la taxonomie verte de l'Union européenne ? - Touteleurope.eu](https://www.touteleurope.eu/qu-est-ce-que-la-taxonomie-verte-de-l-union-europeenne/).

¹⁶¹ M. DUAULT, « La taxonomie européenne : fonctionnement et objectifs », *op. cit.*

Chapitre IV. la directive sur la publication d'informations en matière de durabilité (CSRD)

Initialement proposée le 21 avril 2021 par la Commission européenne, la directive CSRD¹⁶² (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) a été adoptée le 14 décembre 2022 par les institutions européennes, avec pour ambition de remplacer la NFRD¹⁶³ en adressant notamment les nombreuses lacunes mises en évidence lors de l'évaluation de sa mise en œuvre¹⁶⁴. L'UE cherche, à travers la mise en place de cette directive, de créer les conditions pour la mise en œuvre des objectifs qu'elle s'est fixée en matière de finance durable, « *la publication par certaines catégories d'entreprises d'informations pertinentes, comparables et fiables en matière de durabilité (...) [étant] une condition préalable à la réalisation de ces objectifs* »¹⁶⁵.

La première chose qui saute aux yeux est que l'UE parle à présent non plus d'informations « non financières » ou « extra-financières » mais d'informations de « durabilité »¹⁶⁶. Cette modification s'explique par le fait que ces informations, peu importe l'enjeu ESG qu'elles concernent, ont également un impact financier¹⁶⁷. De plus, le mot « durabilité » comporte une forte composante temporelle et encourage à agir¹⁶⁸. En effet, « *les entreprises sont encouragées d'aller au-delà de la publication statique d'informations (...) ESG (...) en indiquant de manière dynamique où elles se situent sur cette trajectoire de la transition écologique et comment elles comptent progresser sur le court et le moyen terme avec l'ensemble de leurs parties prenantes* »¹⁶⁹.

En outre, là où dans la directive NFRD mettait en place une forme d'équilibre entre *soft* et *hard law*¹⁷⁰, la CSRD entend faire césure avec cette approche en mettant en place « *des normes communes obligatoires d'information en matière de durabilité* » afin de « *garantir la comparabilité des informations et la publication de toutes les informations pertinentes* » et de « *parvenir à une situation dans laquelle les informations en matière de durabilité auront un statut comparable à celui des informations* ».

¹⁶² Directive (UE) 2022/2464 du Parlement Européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) n° 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *J.O.U.E.*, 16 décembre 2022, L 322, pp. 15-80.

¹⁶³ Que, pour rappel (voy. *supra*) la Commission s'était engagée à réviser dans sa communication du 11 décembre 2019 sur le Pacte. Voy. CSRD, considérant 1 ; Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions du 11 décembre 2019 : « Le pacte vert pour l'Europe », C.O.M. (2019) 640 final.

¹⁶⁴ Voy. *supra* et not. N. HAHNKAMPER-VANDENBULCKE, *op. cit.*

¹⁶⁵ CSRD, considérant 2.

¹⁶⁶ P.- H. CORNAC, François B. *et al.*, « Chronique de droit des marchés financiers », *Revue des sociétés*, 2021, p. 635.

¹⁶⁷ P.- H. CORNAC, François B. *et al.*, *op. cit.*, p. 635.

¹⁶⁸ P.- H. CORNAC, François B. *et al.*, *op. cit.*, p. 635 ; B. FRANÇOIS, *La communication renouvelée : du reporting financier au reporting de durabilité*, Actes du colloque « Le droit des sociétés saisi par le climat », qui s'est tenu le 9 mars 2023 sous la direction scientifique de F. BARRIÈRE et de M. ZOLOMIAN, *JCP E*, 2023, 1273.

¹⁶⁹ P.- H. CORNAC, François B. *et al.*, *op. cit.*, p. 635.

¹⁷⁰ Voy. *supra*.

financières »¹⁷¹. En outre, en laissant moins de place à l'interprétation sur les données requises et sur leur degré de précision, la CSRD ambitionne de rendre les informations communiquées plus exhaustives, qualitatives, accessibles et fiables, en particulier pour les investisseurs¹⁷².

A nouveau, au centre de la directive, on retrouve le concept de « double matérialité » (qui était présent mais tout de même sous-jacent dans la NFRD¹⁷³), dont la directive confirme l'importance en l'abordant explicitement sous le terme « double importance relative » et en apportant des précisions sur cette notion¹⁷⁴. Cette « *perspective de la "double importance relative"* » impose donc aux entreprises de « *publier des informations à la fois sur les incidences des activités de l'entreprise sur la population et l'environnement [(appelée matérialité « d'impact » ou « socio-environnementale »¹⁷⁵)] et sur la manière dont les questions de durabilité influent sur l'entreprise » (appelée matérialité « simple » ou « financière »¹⁷⁶), celle-ci étant « *envisagée de deux points de vue: celui des risques pour l'entreprise et celui des incidences de l'entreprise* »¹⁷⁷.*

Chapitre V. La directive sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité (CSDDD)

Initialement proposée par la Commission le 23 février 2022, la CSDDD¹⁷⁸ (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*) a finalement été adoptée le 13 juin 2024¹⁷⁹, à la suite d'après négociations entre les différentes institutions européennes participant au processus législatif¹⁸⁰. Cette directive a pour ambition de responsabiliser les entreprises afin de les faire participer plus activement aux objectifs de l'UE

¹⁷¹ CSRD, considérant 37.

¹⁷² M. HOANG, « CSRD : Tout comprendre à la nouvelle directive européenne », *Traace*, 12 janvier 2024, CSRD : [CSRD : Tout comprendre à la nouvelle directive européenne \(traace.co\)](https://www.traace.co/post/csrd-tout-comprendre-a-la-nouvelle-directive-europeenne) ; A. CARR et A. CHEIKH, *op. cit.*, p. 635.

¹⁷³ T. SAUPIN, *op. cit.*, p. 262.

¹⁷⁴ CSRD, considérant 29 ; J.-M. GOLLIER, « Parties prenantes – Double materiality » in *Gouvernance et responsabilité*, 1^{ère} éd., Bruxelles, Larcier-Intersentia, 2023, p. 596 ; T. FAELLI et S. FIALON, « Transparence ESG : une approche "compliance" des obligations de publication d'informations sur la durabilité dans le secteur financier », *BFR/DBF*, 2022/2, p. 158. Il est intéressant d'ajouter que la Commission a précisé le concept de matérialité dans ses lignes directrices sur l'information non financière de 2017 (voy. *supra*) qui signifie « *qu'une information est de nature significative et qu'elle doit être publiée* ». Voy. T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 158 ; Communication de la Commission - Lignes directrices sur l'information non financière (méthodologie pour la communication d'informations non financières), *J.O.U.E.*, C 215, 5 juillet 2017, p. 5 (§ 3, 1).

¹⁷⁵ P.-H. CORNAC, François B. *et al*, *op. cit.*, p. 635.

¹⁷⁶ *Ibid.*

¹⁷⁷ CSRD, considérant 29.

¹⁷⁸ Directive (UE) 2024/1760 du Parlement européen et du Conseil du 13 juin 2024 sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité et modifiant la directive (UE) 2019/1937 et le règlement (UE) 2023/2859, *J.O.U.E.*, 5 juillet 2024, L.

¹⁷⁹ X, « Devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité : le Conseil donne son approbation définitive », *Commission européenne*, 24 mai 2024, <https://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2024/05/24/corporate-sustainability-due-diligence-council-gives-its-final-approval/>.

¹⁸⁰ F. TRÉFOIS, « CSDDD ou CS3D : la due diligence au cœur de la nouvelle réglementation européenne », *Traace*, <https://www.traace.co/post/csddd-due-diligence#la-csddd-qu%E2%80%99est-ce-que-c%E2%80%99est-> ; X, « Corporate Sustainability Due Diligence (debate) », *European Parliament*, 31 mai 2023, https://europarl.europa.eu/doceo/document/CRE-9-2023-05-31-ITM-013_EN.html.

contenus notamment dans l'accord de Paris et le Pacte¹⁸¹. Après avoir imposé des règles de transparence à certaines sociétés européennes en vertu de la NFRD et puis de la CSRD, le législateur européen semble donc, par l'intermédiaire de cette directive, vouloir passer d'un « *duty to report* » à un véritable « *duty to act* »¹⁸².

Pour y arriver, la CSDDD impose un véritable devoir de vigilance pour certaines entreprises en matière des Droits de l'Homme et de l'environnement tout au long de leur chaîne d'activité¹⁸³. Ce « devoir de vigilance » oblige les entreprises concernées à s'assurer que les Droits de l'Homme et l'environnement sont respectés dans leur chaîne d'activités en identifiant et en évaluant les impacts négatifs réels ou potentiels¹⁸⁴. Corrélativement, celles-ci devront prendre les mesures appropriées pour recenser, prévenir, atténuer, supprimer ou réduire le plus possible les effets néfastes identifiés et à rendre compte de la manière dont ils remédient à ces effets¹⁸⁵. En cas de non-respect de ces obligations, les entreprises pourront être soumises à des sanctions¹⁸⁶ et « *être tenues responsables des dommages causés et devront assurer leur réparation intégrale* »¹⁸⁷. En plus de cela, la directive prévoit une obligation pour les entreprises d'établir un plan de transition climatique¹⁸⁸.

¹⁸¹ V. MARQUETTE et A.-S. PIJCKE, « La responsabilité civile des membres de l'organe d'administration des sociétés belges pour défaut d'action en matière de lutte contre le changement climatique » in *Gouvernance et responsabilité*, 1^{ère} éd., Bruxelles, Larcier-Intersentia, 2023, *op. cit.*, p. 882.

¹⁸² V. MARQUETTE et A.-S. PIJCKE, *op. cit.*, p. 891. Il est à noter que la directive CSDDD est étroitement liée à la CSRD car elle la complète en rendant obligatoires certains éléments qui devront ensuite être intégrés dans leur *reporting* conformément à la CSRD. Voy. F. TRÉFOIS, *op. cit.*

¹⁸³ Il convient d'ajouter qu'au sens de la directive, cette notion de « chaîne d'activité » comprend les activités des partenaires commerciaux en amont et en aval de l'entreprise à certaines exceptions près et notamment les activités commerciales en aval ayant un lien avec les services de l'entreprise. Voy. CSDDD, considérant 26 et art. 3, § 1, g).

¹⁸⁴ X, « Landmark EU "Corporate Sustainability Due Diligence Directive" Imposing Human Rights and Environmental Due Diligence Obligations on EU and Non-EU Companies Approved by European Parliament », *Gibson Dunn*, 30 avril 2024, <https://www.gibsondunn.com/landmark-eu-corporate-sustainability-due-diligence-directive-imposing-human-rights-and-environmental-due-diligence-obligations-on-eu-and-non-eu-companies-approved-by-european-parliament/>.

¹⁸⁵ X, « Devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité : le Conseil donne son approbation définitive », *op. cit.* ; CSDDD, considérant 5.

¹⁸⁶ CSDDD, art. 27.

¹⁸⁷ X, « Devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité : le Conseil donne son approbation définitive », *op. cit.* ; CSDDD, art. 29.

¹⁸⁸ La directive parle, plus précisément, d'obligation « pour les entreprises d'adopter et de mettre en œuvre un plan de transition pour l'atténuation du changement climatique qui vise à garantir, en déployant tous les efforts possibles, la compatibilité du modèle économique et de la stratégie économique de l'entreprise avec la transition vers une économie durable et avec la limitation du réchauffement climatique à 1,5 °C conformément à l'accord de Paris ». Voy. CSDDD, art. 1, § 1, c).

Partie III. Obstacles au développement d'une finance réellement durable au sein de l'UE

Comme nous l'avons précisé dans l'introduction, le développement d'une finance qui soit réellement durable au sein de l'UE se confronte à de nombreux obstacles. Nous en décrivons certains, ce qui nous permettra par la suite, de conclure si l'approche de l'UE en matière de finance durable l'est réellement ou non« durable. Nous aborderons dans un premier temps certaines limites importantes de la réglementation européenne en matière de finance durable que nous avons analysée dans la première partie de ce mémoire. Un second obstacle est le fait que les investissements durables sous-performent par rapport à ses homologues non durables. Un troisième obstacle est que le contexte politique est défavorable à la finance durable. Le dernier obstacle est que la finance durable pourrait potentiellement causer une crise verte.

Chapitre I. Les limites de la réglementation européenne

Dans ce chapitre, nous expliquerons les limites de la réglementation européenne en matière de finance durable. Pour rester succinct, nous parlerons du marché de notations ESG qui est aujourd'hui encore dérégulé, ce qui devrait bientôt changer. Ensuite, nous aborderons la question du règlement SFDR qui est actuellement sous le feu des critiques. Finalement, nous aborderons des autres problèmes qui sont tout aussi importants mais sur lesquels nous ne nous attarderons pas outre mesure.

SECTION I. UN MARCHÉ DES NOTATIONS ESG DÉFICIENT

Comme nous l'avons expliqué précédemment, il était de plus en plus nécessaire d'avoir un système d'indicateurs permettant de caractériser la performance des entreprises, des collectivités ou des états en matière de durabilité. Les notations ESG permettent de faire cela. C'est pourquoi depuis un certain nombre d'années se sont développées des agences de notation ESG (aussi appelées « agence de

notation extra-financières »)¹⁸⁹ dont les évaluations permettent d'éclairer les investisseurs dans leurs décisions d'investissement. Il existe aujourd'hui plus d'une dizaine d'agences de notations ESG dans le monde. Le marché des notations actuel est dominé par deux agences de notations : MSCI et Sustainalytics.

Dans son cadre réglementaire, l'UE n'a pas encore abordé la question du marché des notations ESG. En effet, jusqu'à très récemment, l'UE s'est montrée assez timide sur ce sujet, se contentant d'adopter des mesures ayant un impact indirect sur ces notations¹⁹⁰ sans imposer de règles particulières à destination des agences de notation ESG qui les octroient. Nous verrons que cette non régulation pose de nombreux problèmes en pratique, que nous examinerons dans un premier temps afin d'éclairer les raisons pour lesquelles le marché des notations ESG tel qu'il est conçu aujourd'hui est déficient.

Pour comprendre pourquoi un marché des notations ESG déficient peut être particulièrement nuisible, il faut avant tout comprendre en quoi ce dernier joue un rôle clé en matière de finance durable.

Le marché des notations ESG est un marché en plein essor qui a de plus en plus d'impact sur le fonctionnement des marchés des capitaux et sur la confiance des investisseurs dans les produits financiers durables¹⁹¹. Dans le contexte de l'UE, ces notations « *favorisent le bon fonctionnement du marché de la finance durable de l'UE en fournissant aux investisseurs et aux établissements financiers des informations essentielles pour leurs stratégies d'investissement, leur gestion des risques et le respect de leurs obligations de publication* »¹⁹². Elles sont également utilisées par les entreprises qui

¹⁸⁹ T. MEREL, « 10 Best ESG Rating Agencies: Evaluating Sustainability and Impact », *Freedom Stocks*, 18 mai 2023, <https://freedomstocks.com/best-esg-rating-agencies/>.

¹⁹⁰ Cet impact indirect s'explique par le fait que les agences de notations ESG utilisent les informations non financières fournies par les entreprises afin de produire leurs notations. On fait ici particulièrement référence à certaines bases légales du cadre réglementaire de l'UE en matière de finance durable présentées dans la partie II de ce mémoire (notamment la CSRD, la CSDDD et la Taxonomie), qui imposent la publication par certaines entreprises, d'informations non financières de manière uniforme et standardisée. Les agences de notations ESG, qui utilisent ces informations non financières afin de produire leurs notations, pourront donc, via ces nouvelles normes, bénéficier d'une disponibilité, d'une exactitude et d'une cohérence accrue de ces informations, ce qui est essentiel pour garantir « *la qualité des produits en aval qui en dépendent* ». En effet, plus ces informations « *sont fiables, précises et normalisées, moins il est nécessaire d'avoir recours à des estimations pour combler les lacunes* ». Voy. Proposition de règlement ESG, exposé des motifs, point 1, tiret 2.

¹⁹¹ Proposition de règlement ESG, exposé des motifs, point 1, tiret 1. La principale raison de ce récent essor est l'augmentation de la demande pour de telles notations, qui est « *due à l'évolution de la nature des risques auxquels les entreprises sont exposées, à la sensibilisation croissante des investisseurs aux conséquences financières de ces risques et à l'essor des produits d'investissement qui visent explicitement à respecter certaines normes de durabilité ou à atteindre certains objectifs de durabilité. Elle est également liée à la législation sur la finance durable mise en avant par l'UE depuis 2018* ». Voy. Proposition de règlement ESG, exposé des motifs, point 1, tiret 1.

¹⁹² En pratique, les notations ESG sont souvent utilisées par ces acteurs « *pour la prise de décision pré-investissement (par exemple, pour informer la sélection d'actions à inclure dans un portefeuille ou un fonds), les analyses post-investissement et l'attribution (par exemple, pour évaluer la « durabilité » d'un produit d'investissement ou d'un fonds) ou comme base pour le filtrage des investissements ou pour l'engagement des entreprises (engagement entre un investisseur en tant qu'actionnaire d'une entreprise et des représentants de l'entreprise investie, ce qui peut influencer les décisions prises par la direction de l'entreprise)* ». Voy. Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting, C.O.M. (2021) 150 final, p. 10 (que nous abrévierons « Rapport d'impact »).

cherchent à mieux comprendre les risques et les opportunités en matière de durabilité liés à leurs activités ou à celles de leurs partenaires, y compris à des fins de comparaison avec leurs pairs¹⁹³ »¹⁹⁴. Un marché de notations ESG déficient aurait pour effet d'affecter « la capacité des investisseurs, des entreprises et des autres parties prenantes à utiliser et à se fier aux notations ESG pour leurs décisions liées à la durabilité », ce qui, à son tour, aurait des conséquences négatives sur le fonctionnement du marché de la finance durable de l'UE et plus largement sur la capacité du marché unique européen à contribuer à la réalisation des objectifs qu'il s'est fixé en matière de durabilité¹⁹⁵.

Cette tendance paraît toutefois s'inverser depuis l'étude intitulée « *Study on Sustainability Related Ratings, Data and Research* »¹⁹⁶ (étude sur les notations, les données et la recherche liées à la durabilité) qui a alerté l'UE sur certaines déficiences liées au marché des notations ESG, ce qui a poussé la Commission à organiser une consultation publique sur le sujet en 2022, dont les résultats ont été utilisés pour élaborer une analyse d'impact (ci-après le « Rapport d'impact »)¹⁹⁷.

Ces initiatives ont abouti, suite à de nombreux appels en ce sens de la part de la communauté financière (notamment l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)¹⁹⁸), sur la proposition de règlement de la Commission sur la transparence et l'intégrité des activités de notation ESG du 13 juin 2023¹⁹⁹, qui est actuellement débattue au sein des institutions européennes dans le cadre de la procédure législative ordinaire²⁰⁰. Nous parlerons donc, dans un deuxième temps, de cette proposition de règlement (plus précisément de la position plus récente du Parlement) et nous examinerons si celle-ci apporte une réponse efficace aux problèmes évoqués.

¹⁹³ Rapport d'impact, p. 10 ; M. BANKE, S. LINGER et C. POTT, « ESG Ratings in the Corporate Reporting of DAX40 Companies in Germany: Effects on Market Participants », *Sustainability*, 2022, 14(15), 9742; <https://doi.org/10.3390/su14159742>.

¹⁹⁴ Proposition de règlement ESG, exposé des motifs, point 1, tiret 1.

¹⁹⁵ Rapport d'impact, p. 13.

¹⁹⁶ Commission européenne, direction générale de la stabilité financière, des services financiers et de l'union des marchés des capitaux, *Study on Sustainability Related Ratings, Data and Research*, Office des publications de l'Union européenne, 2021, <https://data.europa.eu/doi/10.2874/14850> ; Résolution du Parlement européen sur la proposition de règlement ESG, considérant 6 (voy. *infra* NBP n° 200).

¹⁹⁷ Résolution du Parlement européen sur la proposition de règlement ESG, considérant 8 (voy. *infra* NBP n° 200).

¹⁹⁸ X, « L'AMF renouvelle son appel à la mise en place d'une réglementation des fournisseurs de données, notations et services ESG », *Autorité des marchés financiers*, 2 juin 2022, <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/lamf-renouvelle-son-appel-la-mise-en-place-dune-reglementation-des-fournisseurs-de-donnees-notations>.

¹⁹⁹ Pour plus de simplicité, nous l'abrévierons « proposition de règlement ESG ».

²⁰⁰ Voy. la procédure intitulée « 2023/0177/COD » (https://eur-lex.europa.eu/procedure/EN/2023_177). Un accord provisoire a ensuite été atteint entre le Parlement et le Conseil. Le texte le plus actuel dont nous disposons à l'heure où nous écrivons ces lignes est la position du Parlement européen en première lecture. Voy. Résolution législative du Parlement européen du 24 avril 2024 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur la transparence et l'intégrité des activités de notation environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) (C.O.M. (2023) 0314 – C9- 0203/2023 – 2023/0177(COD)). Pour plus de simplicité, nous l'abrévierons « la Résolution ».

§ 1. Problèmes

Le marché des notations ESG tel qu'il est conçu à l'heure actuelle est considéré comme déficient, tant du point de vue des investisseurs et des entreprises qui les utilisent que de celui des entreprises notées²⁰¹.

Les premiers dénoncent le « *manque de qualité, d'efficacité et d'impact* » de ces notations²⁰². En effet, selon eux, les agences de notation ESG « *ne collectent et ne traitent pas les données et les informations de manière précise, opportune ou fiable*²⁰³ ; *que leurs méthodologies sont opaques*²⁰⁴ *et ne tiennent pas suffisamment compte du contexte de l'entreprise ; que les fournisseurs commettent des erreurs (et sont lents à les corriger) et que l'engagement avec plusieurs fournisseurs est chronophage* »²⁰⁵. Certaines agences de notation ESG sont poursuivies en justice par des entreprises pour des affaires de notations infondées, ce qui a fait grandir l'inquiétude des investisseurs quant à l'exactitude des notations ESG²⁰⁶.

Les entreprises notées, quant à elles, évoquent des difficultés à comprendre comment elles sont notées et la manière dont elles peuvent améliorer leur performance ESG²⁰⁷. Elles courent également le risque que les notations ESG qui leur sont octroyées soient incorrectes ou non fiables, de sorte qu'elles pourraient être accusées de faire du *washing*. De plus, ces entités doivent régulièrement interagir avec les agences de notation²⁰⁸, ce qui crée des charges administratives et des coûts²⁰⁹. Ceci peut donner un avantage considérable aux grandes entreprises qui disposent des ressources plus importantes, tant en termes de personnel et de budget, pour échanger et fournir des données à ces agences²¹⁰.

Il convient à présent d'examiner les différents problèmes qui contribuent à cette déficience, problèmes qui peuvent être classés en deux catégories : ceux liés aux notations ESG et ceux liés aux agences de notations elles-mêmes. Le Rapport d'impact est assez complet sur le sujet (il est un condensé de nombreuses sources pertinentes sur le sujet, à savoir l'étude précitée²¹¹, les résultats de la consultation

²⁰¹ Rapport d'impact, pp. 10-13.

²⁰² Rapport d'impact, p. 10 ; C. WONG, A. BRACKLEY, et E. PETROY, *Rate the Raters 2019: Expert Survey Results*, 2019, p. 4.

²⁰³ Voy. la consultation publique de la Commission portant sur les notations ESG.

²⁰⁴ X, « Climate change has made ESG a force in investing », *The Economist*, 7 décembre 2019, [Climate change has made ESG a force in investing \(economist.com\)](https://www.economist.com/finance-and-economics/2019/12/07/climate-change-has-made-esg-a-force-in-investing).

²⁰⁵ Rapport d'impact, pp. 10-11.

²⁰⁶ Rapport d'impact, p. 11.

²⁰⁷ Rapport d'impact, pp. 11-12.

²⁰⁸ Par exemple via des questionnaires. Voy. Rapport d'impact, p. 12.

²⁰⁹ Rapport d'impact, p. 12.

²¹⁰ Rapport d'impact, p. 12. A cet égard, l'enquête intitulée *Independent Research in Responsible Investment (IRRI)* de 2019 révèle que remplir ces questionnaires standardisés représente une activité extrêmement chronophage pour les entreprises. Voy. Extel and SRI-Connect, « Independent Research in Responsible Investment Survey 2019 », *SRI-Connect*, 2019 ; Rapport d'impact, p. 12.

²¹¹ European Commission, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, Study on sustainability-related ratings, data and research, Publications Office of the European Union, 2021, Study on sustainability-related ratings, data and research - Publications Office of the EU (europa.eu).

publique²¹², l'analyse de l'ESMA²¹³, le rapport de l'IOSCO sur les fournisseurs de notations et de produits de données ESG de novembre 2021 et de nombreuses autres sources issues de la littérature scientifique²¹⁴) et reprend d'ailleurs les nombreuses raisons expliquant pourquoi le marché des notations ESG actuel est déficient. Dans un objectif de concision, nous nous contenterons de citer ces raisons et de vous renvoyer aux pages correspondantes. En ce qui concerne les problèmes liés aux notations ESG, nous relevons tout d'abord un manque de transparence dans les méthodologies de notation des agences de notation ESG²¹⁵, qui constitue bien évidemment un terreau fertile pour le développement de tous les autres problèmes que nous énumérerons.

Le second problème lié à ces notations est la faible corrélation (également appelée divergence) de celles-ci²¹⁶, qui permet à des entreprises d'obtenir des notations ESG différentes pour des dimensions qui semblent identiques ou similaires²¹⁷. Le Rapport d'impact énumère plusieurs causes de cette divergence de notations, notamment le manque de transparence²¹⁸. Nous ajouterons toutefois à ces causes le manque de standardisation des méthodologies d'évaluation des notations ESG²¹⁹. En effet, il est évident que le fait de laisser une liberté d'action trop importante à des agences de notation privées quant à leur méthodologie peut aboutir à des résultats très différents face à une même situation²²⁰.

Le troisième problème que nous pouvons relever à propos de ces notations est le biais institutionnel²²¹. En essayant d'appliquer une approche universelle, les agences de notation créent des biais qui avantagent ou désavantagent les entreprises notées en fonction de leur taille (favorable aux grandes entreprises), de leur localisation géographique (favorable aux zones géographiques où les exigences en matière de *reporting* sont plus strictes et favorable au lieu du fournisseur de notations) et de leur secteur (dû au fait que la pondération industrielle et l'alignement des entreprises sont simplifiés excessivement par les agences de notation ESG)²²².

Le quatrième problème lié à ces notations est l'incohérence de l'utilisation par les acteurs de marché du terme « notation ESG », qui crée énormément de confusion²²³.

²¹² X, « Targeted consultation on the functioning of the ESG ratings market in the European Union and the consideration of ESG factors in credit rating », *Directorate-general for financial stability, financial services and capital market union*, [Consultation document - Targeted consultation on the functioning of the ESG ratings market in the European Union and on the consideration of ESG factors in credit ratings \(europa.eu\)](#).

²¹³ S. EDWARDS, « ESMA consults on possible amendments to the Credit Rating Agencies Regulatory Framework », *European Securities and Markets Authority*, 2 avril 2024, [ESMA consults on possible amendments to the Credit Rating Agencies Regulatory Framework \(europa.eu\)](#).

²¹⁴ Rapport d'impact, p. 10.

²¹⁵ Voy. Rapport d'impact, pp. 14-16.

²¹⁶ Voy. Rapport d'impact, pp. 16-17 ; T. M. DOYLE, *op. cit.* (voy. pp. 13-14 du P.D.F.).

²¹⁷ Rapport d'impact, p. 17.

²¹⁸ *Ibid.*

²¹⁹ X, « Les agences de notation ESG : Vers un nouveau cadre réglementaire », *Assets global*, [https://assets-global.website-files.com/6537e1419477e5af5c30d2c5/65df409ed7dc2d3d64b8eb2e_Exiom%20d%C3%A9crypte%20-%20Notations%20ESG%20\(1\).pdf](https://assets-global.website-files.com/6537e1419477e5af5c30d2c5/65df409ed7dc2d3d64b8eb2e_Exiom%20d%C3%A9crypte%20-%20Notations%20ESG%20(1).pdf).

²²⁰ Nous aborderons ces considérations plus en profondeur dans le deuxième paragraphe de cette section.

²²¹ T. M. DOYLE, *op. cit.* (voy. p. 9 du P.D.F.).

²²² Voy. T. M. DOYLE, *op. cit.* (voy. pp. 9-11 du P.D.F.) ainsi que Rapport d'impact, pp. 16-17.

²²³ Voy. Rapport d'impact, pp. 17-18.

Le cinquième problème concerne l'objet mesuré par les notations ESG²²⁴. En effet, celui-ci peut être très différent selon le fournisseur de notations, chacun ayant sa propre approche. Cela peut amener les investisseurs à se baser sur des notations ESG globales qui ne reflètent pas précisément la performance de l'entreprise par rapport à certains aspects spécifiques ou à obtenir une notation qui serait uniquement le reflet d'une analyse de matérialité financière (donc seulement « *les enjeux de durabilité susceptibles d'impacter leur performance financière* » (« *outside-in risks* ») et non « *les impacts négatifs et positifs de leurs activités sur leur environnement économique, social et naturel* » (« *inside-out risks* »))²²⁵.

Il est intéressant de mentionner à propos de ce dernier point que l'agence de notation MSCI, actuellement une des plus grandes agences de notations ESG au monde, effectue une simple analyse de matérialité financière dans sa méthodologie de calcul des notations ESG. MSCI ne nie pas cette affirmation et rétorque que justement, cette approche est la plus pertinente financièrement pour les entreprises qui désirent être notées²²⁶.

De plus, lors d'une interview avec Bloomberg lorsqu'il était présent à la COP26 à Glasgow, Henry Fernandez, le PDG de MSCI, a déclaré à propos des investisseurs ordinaires et de leur méconnaissance de la simple analyse de matérialité financière utilisée par MSCI : « *Non, ils ne comprennent certainement pas cela. Je dirais même que de nombreux gestionnaires de portefeuille ne saisissent pas totalement cela. Rappelez-vous, ils sont rémunérés. Ils sont des fiduciaires, vous savez. Ils ne sont pas aussi préoccupés par le risque pour le monde* »²²⁷.

Ceci témoigne d'une véritable déconnexion entre sa méthodologie de calcul de notations ESG et son approche marketing. En effet, Henry Fernandez, a déclaré dans une présentation rendue en février 2019 pour les analystes qui évaluent l'action de MSCI que « *la véritable mission de l'entreprise est d'aider les investisseurs mondiaux à construire de meilleurs portefeuilles pour un monde meilleur* »²²⁸.

Pour illustrer cette déconnexion, prenons l'exemple de la société McDonald's. MSCI a, en 2021, amélioré la notation du géant du hamburger malgré une augmentation significative de ses émissions de gaz à effet de serre, car ces émissions ne sont pas prises en compte dans l'évaluation. En effet, MSCI a jugé que le changement climatique ne représentait ni un risque, ni une opportunité pour le chiffre d'affaires de McDonald's²²⁹.

Pour finir, le dernier problème lié aux notations ESG que nous mentionnerons est le fait que ces notations ne constituent pas des indicateurs de risque fiables²³⁰.

²²⁴ Voy. Rapport d'impact, pp. 18-20.

²²⁵ X, « CSR : tout comprendre à l'analyse de double matérialité », Aktio, <https://www.aktio.cc/ressources/csr-analyse-double-materialite>.

²²⁶ S. KISHAN, A. RATHI ET C. SIMPSON, « MSCI, the largest ESG rating company, doesn't even try to measure the impact of a corporation on the world. It's all about whether the world might mess with the bottom line. », *Bloomberg*, 10 décembre 2021, <https://www.bloomberg.com/graphics/2021-what-is-esg-investing-msci-ratings-focus-on-corporate-bottom-line/>.

²²⁷ S. KISHAN, A. RATHI ET C. SIMPSON, *op. cit.*

²²⁸ *Ibid.*

²²⁹ *Ibid.*

²³⁰ Voy. *infra* et plus précisément le paragraphe sur le risque lié aux exigences de fonds propres bancaires.

En ce qui concerne les problèmes liés aux agences de notation elles-mêmes, le Rapport d'impact reprend principalement plusieurs types de conflits d'intérêts qui peuvent survenir au sein des agences de notation ESG²³¹.

§ 2. La réponse de l'UE : le règlement sur la transparence et l'intégrité des activités de notation ESG

Ainsi, comme nous avons pu l'évoquer plus haut, pour adresser la déficience du marché des notations ESG à son échelle, l'UE a décidé de combler le vide législatif via l'adoption de la proposition de règlement ESG, qui a abouti sur l'accord provisoire entre le Conseil et le Parlement et plus récemment sur la résolution du Parlement européen en première lecture (ci-après « la Résolution »). Ce nouveau règlement vise à « *renforcer la fiabilité et la comparabilité des notations ESG en améliorant la transparence et l'intégrité des activités des fournisseurs de notations ESG et en prévenant les conflits d'intérêts potentiels* »²³² et devrait entrer en vigueur en 2025 (il sera sans doute également suivi d'actes délégués, comme précisé dans plusieurs dispositions de la proposition).

Aujourd'hui, nous pouvons constater que la Résolution adresse la plupart des problèmes susmentionnés. L'accent est mis sur la transparence qui est considérée comme la cause principale de ces derniers. Elle règle notamment le problème de terminologie en adoptant une définition englobante de la notion de notation ESG. Elle prévoit des mécanismes pour solutionner les conflits d'intérêts auxquelles les agences de notation peuvent être confrontées. Elle résout en partie la confusion liée à l'objet de la notation ESG en requérant des agences de notation qu'elles fournissent une notation distincte pour chacun des critères E, S et G. Si l'agence fournit une notation agrégée, le fournisseur doit divulguer la pondération des trois catégories de facteurs ESG. L'AEMF reçoit également le rôle de superviseur et devra autoriser les agences à fournir des notations ESG au sein l'UE.

Dans ce paragraphe, nous aborderons dans un premier temps pourquoi une telle législation, même si elle est un pas dans la bonne direction, est potentiellement lacunaire et, dans un deuxième temps, nous examinerons des solutions potentielles aux lacunes évoquées.

²³¹ Rapport d'impact, pp. 20-21.

²³² X, « Notations en matière environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) : le Conseil et le Parlement parviennent à un accord », *Conseil européen*, 5 février 2024, <https://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/>.

A. Une mesure lacunaire ?

Cette mesure est globalement positive, mais elle présente une limite majeure commune aux autres bases légales précédentes : elle se limite à accroître la transparence sans harmoniser les méthodologies des notations ESG²³³, laissant ainsi perdurer les disparités existantes entre agences de notations²³⁴.

L'UE dit explicitement qu'elle a délibérément choisi de ne pas harmoniser les méthodes de calcul des notations ESG, mais de se concentrer sur l'amélioration de leur transparence. Les agences de notation ESG resteront indépendantes dans leurs méthodes, pour assurer une diversité d'approches sur le marché des notations ESG. L'option d'harmoniser les méthodologies a été rapidement écartée par l'UE pour diverses raisons, comme indiqué dans le Rapport d'impact.

Tout d'abord, l'UE argumente que 65% des participants à la consultation publique étaient favorables à la conservation d'un marché ESG composé d'une variété de notations ESG. Comme nous avons pu le voir précédemment, les notations ESG peuvent varier fortement en fonction de leur objet, ce qui est un des facteurs contribuant à la déficience du marché des notations ESG, surtout quand l'utilisateur est mal informé de ces subtilités (Rappelons-nous d'Henry Fernandez qui explique que MSCI note l'impact des facteurs ESG sur la société mais pas l'impact de la société sur les facteurs ESG et qui dit que les investisseurs ne connaissent pas la méthodologie de MSCI²³⁵).

En regardant de plus près le questionnaire utilisé par l'UE pour cette consultation publique, il s'avère que la question qui a été utilisée pour arriver à cette conclusion est assez binaire, se contentant de demander si cette variété est positive ou non pour le marché des notations ESG²³⁶. Il est évident qu'une variété dans les notations est essentielle au bon fonctionnement du marché ESG, parce que si les agences de notation privées offraient toutes exactement les mêmes services, ceci pénaliserait les entreprises du secteur qui auraient moins de moyens pour se faire concurrence. La question de l'UE était mal posée parce qu'elle ne permet pas de discerner si certains acteurs voulaient ou non un socle minimum de standardisation. En effet, être d'accord avec le besoin de diversification du marché ne signifie pas que les acteurs souhaitent un marché des notations dans lequel les agences de notation peuvent décider de leur méthode de notation de manière totalement indépendante. Il est également important de souligner que, parmi les participants de la consultation publique, se trouvaient des personnes travaillant dans des agences de notation et des grands investisseurs institutionnels, qui

²³³ X, « Les agences de notation ESG : Vers un nouveau cadre réglementaire », *op. cit.* (voy. p. 2 du P.D.F).

²³⁴ X, « Les agences de notation ESG : Vers un nouveau cadre réglementaire », *op. cit.* (voy. p. 2 du P.D.F) ; S. BARRETTE, « Une proposition inspirée du règlement sur les agences de notation de crédit », *Paperjam*, 30 avril 2024, <https://paperjam.lu/article/proposition-inspiree-reglement>.

²³⁵ Voy. BLOOMBERG ORIGINALS, *op. cit.*

²³⁶ X, « Targeted consultation on the functioning of the ESG ratings market in the European Union and the consideration of ESG factors in credit rating », *Directorate-general for financial stability, financial services and capital market union*, [Consultation document - Targeted consultation on the functioning of the ESG ratings market in the European Union and on the consideration of ESG factors in credit ratings \(europa.eu\)](#) (voy. p. 12 du P.D.F).

avaient un intérêt pécunier à ce que le marché des notations ESG tel qu'il existe aujourd'hui ne change pas de cap.

L'UE est réticente à concevoir des normes européennes que les agences de notations ESG devraient suivre et qui harmoniseraient les méthodologies de notations. Ces normes globales n'existent pas encore, et leur adoption nécessiterait un processus politique, ce qui, selon l'UE, pourrait compromettre la fiabilité des notations. Cependant, nous pensons que, dans le contexte de la finance durable, la logique de marché, présentée comme neutre, ne l'est pas réellement, car elle est axée sur le profit. Or, le profit et les objectifs sociaux ou environnementaux n'ont jamais fait bon ménage. Sans intervention gouvernementale, l'effet pourrait être contraire à celui escompté.

Le Rapport d'impact souligne que l'adoption de cadres communs de *reporting*, comme la CSRD et les ESRS, pourrait indirectement améliorer les notations ESG en rendant les données d'entrée plus comparables. Cependant, cela ne garantit pas que ces notations refléteront fidèlement la performance ESG des entreprises, ce qui pourrait limiter la capacité des investisseurs à évaluer correctement la durabilité de leurs investissements.

Le Rapport d'impact explique que la non-harmonisation des méthodes de calcul des notations ESG vise à préserver l'innovation dans ce secteur, permettant aux agences de développer de nouvelles approches pour mesurer les risques et impacts ESG. Cependant, bien que cela puisse stimuler l'innovation, rien ne garantit que celle-ci favorisera la durabilité ou aboutira à des notations ESG reflétant plus fidèlement la performance des entreprises. En finance, durable ou non, l'objectif principal est souvent de maximiser les profits, ce qui peut entraîner l'exploitation des ressources naturelles, des travailleurs ou du vivant. Dans un marché où les agences de notation ESG ont une grande liberté pour définir leurs méthodologies, elles pourraient adapter leurs politiques pour privilégier la rentabilité au détriment de pratiques véritablement durables²³⁷. La preuve en est que toutes les initiatives liées à la protection environnementale auxquelles on applique des logiques de marché (la reforestation, la compensation écologique, les crédits carbone²³⁸) s'avèrent en définitive peu efficaces lorsqu'un profit est recherché. La confiance aveugle qu'à l'UE dans le marché rend les enjeux de durabilité très dépendants des réactions du marché qui pourrait être enclin à privilégier la rentabilité à la durabilité, ce qui affaiblit considérablement la défense de ces enjeux²³⁹.

De plus, cette innovation risque fort probablement d'être limitée au vu du fait que le marché, déjà très concentré, risque de se concentrer davantage suite à l'introduction de ces nouvelles règles. En effet,

²³⁷ A. SOTIROPOULOU, *op. cit.*, p. 254.

²³⁸ A. A. GÖZLÜGÖL et W.-G RINGE, « Une critique de la politique de l'UE en matière de gouvernance d'entreprise et de financement durables », *RED*, 2022, pp. 148-157.

²³⁹ A. SOTIROPOULOU, *op. cit.*, p. 254.

les petites agences de notation ESG n'ayant pas les moyens pour s'adapter aux nouvelles exigences, qui auront pour effet de créer de nouvelles charges administratives et des coûts, n'auront pas d'autre choix que de créer des synergies entre eux²⁴⁰. Cette logique pourrait donc avoir pour effet de profiter aux grands acteurs du marché des notations ESG (multinationales) tels que les agences de notation MSCI ESG Research (42 % des gestionnaires d'actifs interrogés dans la consultation publique souscrivent à leurs services), Sustainalytics (37 %) et ISS-oekom (31 %). Ces grands acteurs, qui sont tous américains, sont mieux préparés par leur taille et leur importante part de marché, pour absorber ces nouveaux coûts, ce qui pourrait aboutir à la formation d'un oligopole²⁴¹. Cela réduirait la compétitivité et l'innovation, pénalisant principalement les agences de notation européennes, majoritairement des PME. De plus, cela rendrait les entreprises européennes dépendantes des notations ESG étrangères, malgré le fait que le marché principal se trouve en Europe.

Un certain nombre de mesures d'atténuation sont proposées dans le Rapport d'impact pour les agences de notation qui sont des PME (période de transition, ajustement des frais de surveillance, supervision proportionnée, exemptions²⁴²) mais ce même Rapport admet que, même si de telles mesures sont adoptées, « *les coûts de la réglementation pourraient augmenter les barrières à l'entrée ou avoir un effet supplémentaire sur la consolidation* »²⁴³. En fin de compte, la plupart de ces mesures visent à réduire les exigences de transparence imposées aux agences de notation ESG, ce qui pénaliserait les PME. Le manque de transparence de leurs activités maintiendrait la fiabilité de leurs notations à un niveau insuffisant, incitant les utilisateurs à privilégier les notations des multinationales, qui respectent davantage ces exigences.

En plus des coûts qu'elles pourraient engendrer pour les agences de notation qui sont des PME, ces nouvelles exigences en matière de transparence pourraient engendrer des coûts supplémentaires pour les petits acteurs du marché tels que des petits gestionnaires de fonds qui feront usage de ces notations. Ce problème est déjà présent à l'heure actuelle en raison du fait que de nombreux gestionnaires de fonds, désenchantés par les multiples déficiences du marché des notations ESG, ont été amenés à s'affranchir des cadres et à adopter leurs propres méthodes de sélection des actifs durables via une approche multidimensionnelle au lieu de se contenter d'une simple note globale²⁴⁴. Nous avons interrogé Monsieur X1 (qui souhaite garder l'anonymat), gestionnaire de fonds de la société A, lors d'une interview menée dans le cadre de ce mémoire. Il nous a confié qu'il n'utilisait plus autant les notations ESG

²⁴⁰ X, « Les agences de notation ESG : Vers un nouveau cadre réglementaire », *op. cit.* (voy. p. 2 du P.D.F.).

²⁴¹ Similaire à celui qui peut être trouvé dans le marché des notations de crédit (voy. *infra*).

²⁴² Rapport d'impact, p. 91 et p. 126.

²⁴³ Rapport d'impact, p. 126.

²⁴⁴ L. KESTERTON, « Navigating with ESG ratings: What you need to know », *Vontobel*, 26 novembre 2019, <https://am.vontobel.com/en/insights/navigating-with-esg-ratings-what-you-need-to-know> (voy. du pp. 8-9 P.D.F.) ; Rapport d'impact, p. 14 ; IOSCO Report, p. 27.

qu'avant car les notations étaient pleines de contradictions et qu'il utilisait sa propre méthodologie²⁴⁵. Une telle approche est très coûteuse, surtout pour des petits gestionnaires de fonds, quoi doivent déjà supporter des coûts importants liés aux obligations de transparence tirées du SFDR²⁴⁶. L'adoption de ce nouveau règlement ne devrait pas régler ce problème, puisque pour attester de la fiabilité des notations utilisées, les gestionnaires de fonds devront se renseigner sur leur méthodologie²⁴⁷ et effectuer des comparaisons, ce qui restera assez coûteux. Ceci contredit l'objet même de ces notations qui ont justement pour objectif de simplifier la tâche des gestionnaires de fonds notamment en leur épargnant du temps et des coûts importants²⁴⁸.

B. Potentielles solutions

Afin d'élaborer de potentielles solutions pour corriger les lacunes du règlement ESG proposé que nous venons d'évoquer et en raison du manque d'études actuellement disponibles sur le sujet (la version finale du règlement n'étant même pas encore actée), il serait pertinent de se pencher sur les solutions qui ont été proposées pour le marché des notations de crédit. Une notation de crédit, également appelée « rating », La notation de crédit, un score à trois chiffres entre 300 et 850, est une méthode statistique qui permet aux institutions financières d'évaluer la solvabilité des particuliers. C'est une évaluation du risque d'insolvabilité. Ce score est généré par des algorithmes complexes sur base d'informations financières de l'emprunteur. Un score élevé indique un risque de crédit plus faible²⁴⁹.

Bien que les notations ESG et les notations de crédit diffèrent tant par leur objectif que par leur usage²⁵⁰, elles partagent certaines similitudes, notamment en ce qui concerne des critiques qui leur ont été adressées et l'encadrement mis en place par l'UE.

De la même manière que les agences de notation ESG, les agences de notation de crédit ont été fortement critiquées pour l'opacité de leurs méthodes de notation et des variables prises en compte pour établir les notations demandées²⁵¹. Elles ont également été critiquées en ce qui concerne leur capacité à évaluer certains risques. En effet, celles-ci sont considérées par beaucoup comme ayant contribué à de grands désastres financiers tels que la fameuse crise dite des « *subprimes* » et la crise

²⁴⁵ Voy. Annexe II Interview 4, dans laquelle Mr X1, gestionnaire de fonds de la société A nous a dit : « L'industrie s'écarte un petit peu du *scoring* pour se concentrer sur des éléments plus qualitatifs ou les métriques qui sont derrière. C'est nous qui définissons notre propre méthodologie. Notre méthodologie est basée essentiellement sur deux aspects qui sont 1. « negative screening », on va exclure des industries ou des expositions à des thématiques qu'on ne souhaite pas avoir, les armements...tout ce qui est controversé liée au travail des enfants et ensuite, 2. c'est le « best in class » et là, on va intégrer l'historique, donc, pour cela, on se réfère en effet aux données qui sont fournies par nos fournisseurs de données qui sont Thomson Reuters, Sustainalytics, ISS pour tout ce qui est devises, ...Bloomberg, ... on se base sur leurs données pour créer toute notre matrice et puis procéder à la sélection ». Il utilise les scores mais « c'est une petite partie ».

²⁴⁶ A. SOTIROPOULOU, *op. cit.*, p. 254.

²⁴⁷ X, « Agences de notation extra-financière : quel est leur rôle ? », *Autorité des Marchés Financiers*, 29 septembre 2021, <https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/finance-durable/comprendre-la-finance-durable/agences-de-notation-extra-financiere-quel-est-leur-role#:~:text=L'une%20des%20principales%20limites,en%20%C5%93uvre%20par%20ces%20agences>.

²⁴⁸ Rapport d'impact, p. 14.

²⁴⁹ X, « L'efficience ultime pour comprendre la notation de crédit », 20 juin 2024, *Faster Capital*, <https://fastercapital.com/fr/contenu/Le-guide-ultime-pour-comprendre-la-notation-de-credit.html#Introduction---la-notation-de-credit>.

²⁵⁰ Rapport d'impact, p. 7.

²⁵¹ F. COLLARD, « Les agences de notation », *Courrier hebdomadaire du CRISP*, 2012, p. 51.

de la dette publique grecque de 2010, notamment dû au fait qu'ils n'ont pas permis de bien les anticiper ou les évaluer²⁵². Elles ont également été critiquées pour les nombreux conflits d'intérêts qui sont apparus au sein de ces agences, notamment en raison de leur mode de rémunération (système émetteur-payeur)²⁵³. Le caractère oligopolistique du marché des notations de crédit est également souvent évoqué. En effet, trois agences de notations de crédit, appelées « *The Big Three* » (comprenant les agences Moody's, Standard & Poor's et Fitch) réalisent 94% du chiffre d'affaires de la profession²⁵⁴. Même si, comme nous l'avons évoqué précédemment, le marché des notations ESG semble prendre cette direction, il n'est actuellement pas aussi concentré.

Suite à la crise financière de 2007-2008, l'UE va adopter un règlement sur les agences de notation de crédit²⁵⁵ visant notamment à augmenter la transparence des notations et du processus de notation, à augmenter leur qualité et à réduire les risques de conflit d'intérêt²⁵⁶. Ce dernier a inspiré le règlement ESG²⁵⁷, qui, comme nous avons pu le voir, a une logique assez similaire. Ce règlement sera révisé en 2011²⁵⁸ afin de donner à l'AEMF un pouvoir exclusif de supervision directe des agences de notation de crédit²⁵⁹.

A nouveau, on retrouve une UE timide qui se contente d'encadrer les logiques de marché qui mènent vers un équilibre défailant²⁶⁰ en évitant d'adopter la moindre mesure susceptible d'aller à l'encontre de celles-ci, de sorte que de nombreux reproches qui ont été faits à ces agences restent encore d'actualité aujourd'hui²⁶¹. Des mesures alternatives avaient été proposées à l'époque et nous allons à présent examiner celles qui pourraient potentiellement être intéressantes pour adresser les lacunes de l'approche de l'UE par rapport au marché des notations ESG.

La solution la plus ambitieuse ayant été proposée est incontestablement celle postulant pour la création d'une véritable agence européenne de notation de crédit. Elle émane de Jean-Claude Juncker, chef de file des ministres des finances de la zone euro, puis elle a été reprise par Guido Westerwelle, vice-chancelier de l'Allemagne en mars 2010, puis par Angela Merkel en mai 2010. Le 8 juillet 2011, Michel Barnier et José Manuel Barroso, le président de l'UE, avaient soutenu l'idée de créer en Europe une

²⁵² G. DU CHEYRON, « Que penser des agences de notation face aux crises financières ? », *Revue politique et parlementaire*, 11 mars 2024, <https://www.revuepolitique.fr/que-penser-des-agences-de-notation-face-aux-crisis-financieres/> ; F. COLLARD, *op. cit.*, p. 30.

²⁵³ J. FIRZLI et M. Nicolas, « Une critique de Bâle II et de la Banque des règlements internationaux », *Revue Analyse Financière*, novembre 2011.

²⁵⁴ D. FINNEY, « Credit Rating Agencies : Overview and History », *Investopedia*, <https://www.investopedia.com/articles/bonds/09/history-credit-rating-agencies.asp>.

²⁵⁵ Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, *J.O.U.E.*, 17 novembre 2009, L 302, pp. 1-31.

²⁵⁶ D. FINNEY, *op. cit.*

²⁵⁷ S. BARRETTE, *op. cit.*

²⁵⁸ Règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, *J.O.U.E.*, 31 mai 2011, L 145, pp. 30-56.

²⁵⁹ D. FINNEY, *op. cit.*

²⁶⁰ X, « Synthèse du rapport sur les agences de notation », https://www.senat.fr/fileadmin/import/files/fileadmin/Fichiers/Images/commission/missions/SYNTHESE-AGENCE_NOTATION.pdf (voy. p. 9. du P.D.F.).

²⁶¹ G. DU CHEYRON, *op. cit.* Voy. I. H.-Y. CHIU, « Regulatory Governance of Credit Rating Agencies in the EU: The Perils of Pursuing the Holy Grail of Rating Accuracy. », *European Journal of Risk Regulation*, pp. 209-226.

agence européenne de notation pour limiter le pouvoir des « *Big Three* »²⁶². Mais ils ont finalement abandonné le projet pour des questions d'insuffisances budgétaires et pour éviter des conflits d'intérêts. Barroso a déclaré : « Ce n'est pas à la Commission de créer des agences publiques », et Barnier a ajouté : « Et on pourrait être suspecté d'être juge et partie »²⁶³.

Théoriquement, la création d'une agence publique européenne de notation, financée par une taxe et organisée comme une fondation, se justifie si l'on considère la notation comme un « bien public ». Cependant, dans le contexte actuel marqué par la crise de la dette souveraine, cette option est peu probable, car les marchés pourraient percevoir une telle agence comme biaisée, servant les intérêts des États. De plus, pour jouer un rôle mondial, l'agence devrait obtenir l'accréditation de la SEC américaine.

Appliquée dans le contexte du marché des notations ESG, la création d'une telle agence aurait de nombreux aspects positifs : la transparence serait *de facto* assurée, le marché se déconcentrerait, les méthodologies utilisées par cette agence seraient plus fiables car elles ne dépendraient plus d'une logique de rentabilité arbitraire mais des objectifs de durabilité de l'UE et plus globalement, elle représenterait une véritable volonté de l'UE de reprendre le contrôle du marché qui dicte ses propres règles afin d'en faire un véritable instrument de la transition. Toutefois, cette mesure se retrouverait confrontée à des objections similaires à celles qui ont été émises à l'égard de la proposition de 2010.

Premièrement, une telle solution serait relativement coûteuse pour l'UE mais ces coûts devraient pouvoir être compensés par les bénéfices que cette agence ferait étant donné que, de la même manière que les agences de notation privées actuelles, une telle agence ferait payer ses services.

Deuxièmement, des réticences pourraient être invoquées quant au fait de laisser la politique européenne s'immiscer dans les logiques financières mais comme nous l'avons déjà répété à plusieurs reprises, les logiques de marché ne permettent pas d'atteindre les résultats les plus optimaux en matière de durabilité non financière de par sa logique arbitraire privilégiant encore et toujours la rentabilité. Une véritable immixtion de la politique européenne et de ses objectifs de durabilité au sein de mécanismes essentiels de la finance durable (qui ne passe pas seulement par des mécanismes de transparence indirects) tel que le marché des notations ESG est au contraire souhaitable et nécessaire tant pour que l'UE atteigne ses objectifs en matière de durabilité que, comme l'a si bien affirmé le commissaire français

²⁶² X, « Jean-Claude Juncker, faisant écho à l'indignation suscitée en Europe par la dégradation de la note des obligations portugaises, a appelé les agences de notation à "un comportement plus responsable" », *Europaforum*, 8 juillet 2021, <https://europaforum.public.lu/fr/actualites/2011/07/jcj-agences-notation/index.html>.

²⁶³ A. FRANCO, « Agences de notation : la reculade de Bruxelles », *Le Point*, 15 novembre, 2011, https://www.lepoint.fr/economie/agences-de-notation-la-reculade-de-bruxelles-15-11-2011-1396578_28.php#11.

MICHEL BARNIER, afin de « *reconstruire une souveraineté politique pour ne pas subir la souveraineté des marchés* »²⁶⁴.

Troisièmement, et c'est sans doute la critique la plus virulente qui pourrait être adressée à l'égard de cette mesure, celle-ci aurait pour effet de réduire l'innovation au sein de ce secteur. Comme nous avons pu le voir précédemment, l'innovation au sein de ce secteur ne va pas nécessairement dans le sens de la durabilité à cause des logiques de marché privilégiant rentabilité sur durabilité et cette innovation est fortement limitée en vertu du fait que le marché des notations ESG est de plus en plus concentré. Toutefois, ce secteur étant encore une niche, il est nécessaire que les méthodologies de notation soient perfectionnées, de sorte qu'en plus de l'établissement d'une telle agence, d'autres initiatives devront être prises, mais privées cette fois. Un exemple d'initiative pourrait consister à lancer un appel à projets à l'échelle européenne, destiné aux agences privées, avec un soutien public ou l'attribution d'un label pour encourager le développement d'innovations méthodologiques. L'objectif serait de faire émerger une initiative européenne de grande envergure, tout en garantissant des conditions d'impartialité entre les différents porteurs de projets²⁶⁵.

Nous sommes conscients que l'instauration d'une telle agence serait une réforme particulièrement innovante pour l'UE, « *peut-être un peu trop innovante* », pour reprendre les termes de MICHEL BARNIER²⁶⁶. D'autres solutions plus réalistes pourraient donc être mises en place (et éventuellement ajoutées dans le projet de règlement ESG) qui auraient pour finalité l'amélioration des méthodologies de calcul des notations ESG.

Le texte propose plusieurs mesures pour renforcer la supervision des agences de notation. Il suggère d'abord que l'Autorité européenne des marchés valide les changements majeurs des modèles de notation, comme pour les banques. Ensuite, il recommande la création d'un forum sous la direction de cette autorité pour faciliter les échanges entre agences, investisseurs, émetteurs et chercheurs sur les méthodologies de notation. Enfin, il propose d'augmenter la contribution des agences à l'AEMF pour financer un forum européen ou international dédié à l'échange sur les critères de notation²⁶⁷.

Une autre solution proposée par HANS TAPARIA, professeur à l'université de New York, serait d'avoir un nouveau système de rating incorporant le coût des défaillances du marché provoquées par les entreprises. Il veut changer la façon dont est calculé la notation de sorte qu'un mauvais score obtenu au niveau d'un de ces facteurs se traduirait immédiatement par un mauvais rating. La majorité des entreprises obtiendraient probablement un mauvais rating mais cela empêcherait que les actions de

²⁶⁴ A. FRANCO, *op. cit.*

²⁶⁵ X, « Synthèse du rapport sur les agences de notation, *op. cit.*, p. 12 et p. 14.

²⁶⁶ A. FRANCO, *op. cit.*

²⁶⁷ X, « Synthèse du rapport sur les agences de notation, *op. cit.*, p. 11 et p. 12.

sociétés polluantes ou employant des produits addictifs entraînant des maladies par exemple (comme Coca-Cola) de pouvoir rentrer dans des fonds durables, comme c'est le cas actuellement²⁶⁸.

L'exigence de réduire la dépendance aux notations se résoudra à long terme, car les grandes agences actuelles, spécialisées dans l'évaluation des risques, doivent être remplacées par de nouveaux acteurs pour traiter les produits complexes.

À court terme, les notations doivent être réglementées, car elles ne sont plus de simples opinions et, pour les notations ESG, l'UE a fait du bon travail.

Selon WIM VAN HYFTE, responsable des investissements durables du gestionnaire d'actifs Candriam, la Commission européenne a mis la charrue avant les bœufs car elle a imposé une transparence accrue sur la durabilité sans avoir préparé l'harmonisation nécessaire, ce qui a permis aux agences de notations crédit et aux agences de notations ESG de créer un modèle économique lucratif. L'harmonisation reste insuffisante, en partie à cause de l'approche trop prudente et laxiste de l'UE vis-à-vis des puissants intérêts de marché. Cette approche bénéficie principalement aux grands gestionnaires d'actifs qui gravitent autour de la finance durable tels que BlackRock capables de supporter les coûts liés aux nouvelles obligations de transparence²⁶⁹ ainsi qu'aux conseillers financiers²⁷⁰ et se fait au détriment des petits gestionnaires comme Messieurs X1 et X2, gestionnaires de fonds de la société Y²⁷¹ que nous avons interviewés dans le cadre de ce mémoire.²⁷²

SECTION II. CRITIQUES LIÉES AU SFDR

Depuis son adoption, le règlement SFDR est sous le feu des critiques. Ces critiques sont en grande partie responsables du fait qu'aujourd'hui les fonds durables attirent nettement moins les flux financiers que leurs homologues non durables²⁷³. Ainsi l'UE songe déjà à une potentielle refonte complète du règlement, seulement trois ans après qu'il est devenu pleinement applicable. Dans un premier temps,

²⁶⁸ K. VAN HAMME, « Tariq Fancy (ex-BlackRock): "L'investissement durable n'a aucun impact, il est même nuisible" », *L'Echo*, 17 septembre 2021, <https://www.lecho.be/les-marches/analyse/tariq-fancy-ex-blackrock-l-investissement-durable-n-a-aucun-impact-il-est-meme-nuisible/10333045.html>.

²⁶⁹ R. COCKS et P. DEPYDT, « La face cachée des scores sociaux et environnementaux des entreprises », *L'Echo*, 5 février 2022, <https://www.lecho.be/les-marches/actu/general/la-face-cachee-des-scores-sociaux-et-environnementaux-des-entreprises/10364680.html>.

²⁷⁰ Voy. Annexe II Interview 2 au cours de laquelle Monsieur X, Sustainability Manager, explique que de nombreuses firmes viennent le trouver pour être « compliant » CSRD.

²⁷¹ Voy. Annexe II Interview 1 au cours de laquelle Monsieur X1 dit : « SFDR, c'est énormément de boulot....le prospectus, il faut le lire, hein, c'est énorme... ».

²⁷² Voy. *supra* ainsi que A. SOTIROPOULOU, *op. cit.*, p. 254.

²⁷³ X, « Global Sustainable Fund Flows: Q2 2024 in Review Recovery continues in Europe, but redemptions persist in other parts of the world. », *op. cit.*, (voy. p. 6 du P.D.F.). Il convient de mentionner que nous utilisons ici le terme « durable » au sens de la définition qui nous est fournie par Morningstar Voy. X, « Morningstar Sustainable Attributes », *Morningstar*, août 2022, <https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/bltdbe87736785b3a2d/Sustainable-Attributes-FAQ.pdf> ainsi que note de bas de page (ci-après NBP) 341.

nous décrirons plusieurs problèmes qui ont été relevés à son égard par ses critiques et, dans un second temps, nous aborderons la réponse réglementaire de l'UE aux problèmes évoqués.

§ 1. Problèmes

Comme nous venons de le préciser, le SFDR est loin de faire l'unanimité et est l'objet de nombreuses critiques. Parmi celles-ci, on retrouve notamment le fait que les fonds article 9 (dits *dark green*) ne sont aujourd'hui pas ce qu'ils prétendent être, que le SFDR est une source de confusion immense pour les acteurs concernés et d'autres problèmes certes plus accessoires mais tout aussi déterminants.

A. Le mirage des fonds *dark green*

Les fonds dits « article 9 » ou « durables » du SFDR, qui constituent 3,4 % des actifs sous gestion (soit un peu plus de 350 milliards d'euros²⁷⁴) et 4,1 % du nombre de fonds (soit un peu plus de 1000²⁷⁵) disponibles à la vente dans l'UE en mars 2024²⁷⁶, sont aujourd'hui au centre des attentions. Ceci est dû à la publication de plusieurs études attestant que ces fonds durables ne le seraient en fait que de nom, mettant à mal les critères de classification mis en place par le règlement SFDR²⁷⁷.

On relève d'abord l'enquête intitulée « *The great green investment investigation* »²⁷⁸, publiée en 2022 par un consortium de journalistes dont notamment Le Monde et De Tijd, lors de laquelle ceux-ci ont étudié 838 fonds (valant environ 619 milliards) parmi 1141 se disant *dark green* (liste qui correspond en fait à un ensemble de fonds articles 8 et 9)²⁷⁹. Cette enquête a démontré que près de la moitié de ces fonds investissaient dans les secteurs de l'aviation et des énergies fossiles²⁸⁰. Parmi les différentes entreprises identifiées dans ces fonds, on pouvait trouver 10 des 20 entreprises responsables de plus d'un tiers des émissions mondiales de GES selon la liste²⁸¹ de l'Institut de l'économie pour le climat (I4CE)²⁸².

²⁷⁴ A. GRUNWALD, « Les fonds européens article 8 disposaient de 7.400 milliards d'euros d'actifs en juin 2024 », *Paperjam*, 7 août 2024, <https://paperjam.lu/article/fonds-europeens-article-8-disp>.

²⁷⁵ X, « SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q1 2024 in Review », *Morningstar*, avril 2024, https://cdn.roxhillmedia.com/production/email/attachment/1620001_1630000/a88fc25c0baacf731ffc85eb6be6a427dc15e3d4.pdf (voy p. 8. du P.D.F.).

²⁷⁶ X, « SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q1 2024 in Review », *op. cit.* (voy pp. 7-8. du P.D.F.).

²⁷⁷ M. DUAULT, « Tout comprendre sur la réglementation SFDR », *op. cit.*

²⁷⁸ E. ANZIANO, R. BENDER *et al*, « The Great Green Investment Investigation », *Follow the Money*, <https://www.ftm.eu/green-investments>.

²⁷⁹ E. ANZIANO, R. BENDER *et al*, « The Great Green Investment Investigation: Methodology », *Follow the Money*, <https://www.ftm.eu/ggii-methodology>.

²⁸⁰ E. ANZIANO, R. BENDER *et al*, *op. cit.* ; M. DUAULT, « Tout comprendre sur la réglementation SFDR », *op. cit.*

²⁸¹ Annexe III.8.

²⁸² A. SÉNÉCAT, « La grande tromperie des fonds d'investissement « verts » », *Le Monde*, 29 novembre 2022, https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2022/11/29/la-grande-tromperie-des-fonds-d-investissement-verts_6152081_4355770.html ; Annexe III.9.

On relève également l'étude intitulée « *How Green is Dark Green ?* »²⁸³, menée par MARC CHESNEY et ADRIEN-PAUL LAMBILLON, deux chercheurs en finance de l'Université de Zurich. Ceux-ci ont observé 290 fonds article 9 et ont pu conclure que bien que ces fonds soient considérés comme durables en théorie, de nombreux actifs qu'ils contiennent ne le sont pas réellement²⁸⁴. En effet, leurs résultats démontrent que les gestionnaires d'actifs ont tendance à sélectionner les entreprises qui font le plus d'efforts pour améliorer le profil de durabilité de l'entreprise (comme par exemple des objectifs de neutralité carbone) et qui ont des notations ESG élevées, sans que d'autres variables importantes telles que des violations du Pacte mondial des Nations Unies ou les lignes directrices de l'OCDE pour les entreprises multinationales ne soient réellement prises en compte²⁸⁵. Ceci avantage fortement les entreprises multinationales par rapport à des entreprises de moindre envergure, souvent plus responsables sur le plan environnemental et social, qui voient leur impact positif minoré²⁸⁶ et qui bénéficient donc moins d'investissements durables. De cette manière, le SFDR pose de nombreux risques de *greenwashing*²⁸⁷. Pour comprendre comment de telles contradictions peuvent survenir, il faut examiner la manière dont les fonds durables sont constitués²⁸⁸.

Comme nous avons déjà pu le préciser en amont, de nombreux gestionnaires de fonds, afin notamment de s'épargner le travail immense qu'il faudrait afin de sélectionner eux-mêmes chaque placement durable du fonds un à un, vont plutôt aller chercher une solution en externe²⁸⁹.

Certains gestionnaires vont donc parfois faire le choix d'aligner leur fonds durable avec un indice boursier, ce qui peut créer une incompatibilité avec la philosophie du 100% durable postulée par l'article 9²⁹⁰. A titre d'exemple, l'un des fonds durables de BNP Paribas réplique strictement l'indice « *Low Carbon 300 World PAB* » créé par l'opérateur boursier Euronext, qui revendique une trajectoire alignée sur l'accord de Paris mais qui ne s'interdit pas pour autant d'investir dans certains actifs non verts²⁹¹.

Beaucoup de gestionnaires vont également recourir aux notations ESG fournies par des agences de notations²⁹². Comme nous avons pu le voir plus haut, ces notations ne reflètent pas toujours adéquatement la performance ESG des entreprises, c'est le moins qu'on puisse dire. Un exemple de

²⁸³ M. CHESNEY et A.-P. LAMBILLON, *How Green is 'Dark Green'? An Analysis of SFDR Article 9 Funds*, 2023.

²⁸⁴ M. CHESNEY et A.-P. LAMBILLON, *op. cit.* ; DUAULT M., « Tout comprendre sur la réglementation SFDR », *op. cit.*

²⁸⁵ *Ibid.*

²⁸⁶ M. DUAULT, « Tout comprendre sur la réglementation SFDR », *op. cit.*

²⁸⁷ M. CHESNEY et A.-P. LAMBILLON, *op. cit.* ; T. DOWDING, « Greenwashing risk from Sustainable Finance Disclosure Regulation », *Commercial Risk*, 1 novembre 2023, <https://www.commercialriskonline.com/greenwashing-risk-from-sustainable-finance-disclosure-regulation/>.

²⁸⁸ A. SÉNÉCAT, « La grande tromperie des fonds d'investissement « verts » », *op. cit.*

²⁸⁹ A. SOTIROPOULOU, *op. cit.*, p. 254.

²⁹⁰ A. SÉNÉCAT, « Autour des fonds d'investissement « verts », un grand flou juridique qui favorise le « greenwashing » », *Le Monde*, 29 novembre 2022, https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2022/11/29/autour-des-fonds-d-investissement-verts-un-grand-flou-juridique-qui-favorise-le-greenwashing_6152079_4355770.html

; X, « SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2024 in Review », *Morningstar*, 25 juillet 2024, https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt8d7c67f2f5f003c1/66a15f8a34fa9a94ac3bd747/SFDR_Article_8_and_Article_9_Funds_Q2_2024.pdf.

²⁹¹ A. SÉNÉCAT, « La grande tromperie des fonds d'investissement « verts » », *op. cit.*

²⁹² *Ibid.*

cela est la logique de l'agence de notation MSCI qui consiste à valoriser les acteurs jugés plus vertueux que leurs concurrents au sein de leur secteur d'activité, qui conduit à ce que certains acteurs, tel que le gestionnaire d'infrastructures gazières SNAM, soient intégrés dans des fonds durables²⁹³. Selon LARA CUVELIER, de *Reclaim Finance*, « *cela vise avant tout à protéger son retour sur investissement, ce n'est pas une manière de réduire son risque climat* »²⁹⁴.

Plusieurs arguments sont opposés par les grands gestionnaires d'actifs durables en réponse à ces critiques.

Un argument souvent invoqué est le fait que l'inclusion de ces actifs non verts servirait à financer la transition énergétique, y compris chez des grands acteurs du fossile. A ce titre, le géant de la gestion d'actifs Blackrock assume pleinement le fait de « *rester investisseur dans des secteurs fortement carbonés* » (à condition qu'un quart de leurs revenus provienne d'énergies non fossiles), car « *ces entreprises jouent un rôle crucial dans l'économie – par exemple, dans la production d'énergie, le transport ou l'industrie – et dans la réussite de la transition* »²⁹⁵. Un tel relativisme est assez troublant étant donné le consensus scientifique selon lequel « *tout nouveau projet d'exploitation d'énergies fossiles est incompatible avec l'objectif de contenir le réchauffement climatique sous 1,5 °C* » tel que prévu par l'accord de Paris²⁹⁶.

Un autre argument qui est régulièrement employé par ces grands gestionnaires d'actifs durables est le fait que les actifs les plus problématiques ne représentent qu'une part minoritaire de leurs investissements²⁹⁷. Toutefois, ce n'est pas pour autant que le sérieux des engagements en matière de durabilité des autres entreprises présentes dans ces fonds ne peut pas être remis en question²⁹⁸. En effet, de nombreuses entreprises font le choix stratégique de faire de nombreuses promesses superficielles en matière d'objectifs verts tout en évitant le coût que représente la décarbonation²⁹⁹. Climate Action 100+, un groupe d'investisseurs, observe à ce titre que « *bien que 69 % des entreprises ciblées se soient engagées à atteindre des émissions nettes nulles d'ici 2050 ou plus tôt, le Benchmark global révèle que les entreprises n'ont pas réussi à montrer des progrès sur des indicateurs clés, y compris la divulgation d'objectifs d'émissions à moyen terme alignés sur 1,5°C et des stratégies*

²⁹³ A. SÉNÉCAT, « La grande tromperie des fonds d'investissement « verts » », *op. cit.*

²⁹⁴ A. GARRIC, « La militante anticharbon Lucie Pinson reçoit la plus haute distinction pour l'environnement », *Le Monde*, 30 novembre 2020, https://www.lemonde.fr/planete/article/2020/11/30/lucie-pinson-la-militante-anticharbon-et-meilleure-ennemie-des-banques_6061617_3244.html ; A. SÉNÉCAT, « La grande tromperie des fonds d'investissement « verts » », *op. cit.*

²⁹⁵ A. SÉNÉCAT, « La grande tromperie des fonds d'investissement « verts » », *op. cit.*

²⁹⁶ S. EVANS, « New fossil fuels 'incompatible' with 1.5° C goal, comprehensive analysis finds », *CarbonBrief*, 23 octobre 2022, <https://www.carbonbrief.org/new-fossil-fuels-incompatible-with-1-5c-goal-comprehensive-analysis-finds/> ; A. SÉNÉCAT, « La grande tromperie des fonds d'investissement « verts » », *op. cit.*

²⁹⁷ A. SÉNÉCAT, « La grande tromperie des fonds d'investissement « verts » », *op. cit.*

²⁹⁸ *Ibid.*

²⁹⁹ X, « The fundamental contradiction of ESG is being laid bare », *The Economist*, 29 septembre 2022, <https://www.economist.com/leaders/2022/09/29/the-fundamental-contradiction-of-esg-is-being-laid-bare>.

d'investissement en capital »³⁰⁰. De plus, rares sont les entreprises qui font certifier leurs engagements par des organismes tiers tels que l'initiative *Science Based Targets*³⁰¹.

Enfin, une autre raison pour laquelle les fonds ne sont pas uniquement constitués d'actifs durables est plus systémique. En effet, l'impératif de rentabilité, qui est tout aussi central pour la finance durable qu'il l'est pour la finance classique³⁰², justifie de ne pas exclure par défaut tous les acteurs qui contribueraient négativement aux objectifs de l'UE en matière de durabilité. JULIEN LEFOURNIER, coauteur de *l'Illusion de la finance verte* (2021), relève à ce titre : « *c'est systémique : la rationalité des prétendus fonds "verts" est la même que celle des fonds classiques, donc ils ne peuvent pas être fondamentalement différents* »³⁰³.

B. Le SFDR a « créé plus de confusion que de clarté »

Depuis son entrée en vigueur, le SFDR a généré énormément de confusion, notamment pour les gestionnaires de fonds. Au cœur de ce flou, on retrouve la différence entre ce qui constitue exactement un fonds article 8 ou un fonds article 9. Cela est en partie dû à la difficulté de définir clairement ce qu'est un investissement durable. C'est l'avis de Monsieur X1, gestionnaire de fonds de la société Y, qui répondait à nos questions dans le premier interview fait dans le cadre de ce mémoire³⁰⁴. Bien que le SFDR exige que les fonds article 9 respectent le principe de DNSH, cette notion reste assez floue, laissant chaque acteur financier libre de l'interpréter à sa manière³⁰⁵.

Cette ambiguïté a été mise en évidence lors d'un forum ouvert mis en place par la Commission européenne en octobre 2023, où deux tiers des participants ont estimé que le SFDR « *a créé plus de confusion qu'elle n'avait apporté de clarté, augmentant ainsi le risque de greenwashing* »³⁰⁶.

³⁰⁰ X, « Climate Action 100+ Net Zero Company Benchmark shows an increase in company net zero commitments, but much more urgent action is needed to align with a 1.5°C future », *Climate Action 100+*, 30 mars 2022, <https://www.climateaction100.org/news/climate-action-100-net-zero-company-benchmark-shows-an-increase-in-company-net-zero-commitments-but-much-more-urgent-action-is-needed-to-align-with-a-1-5c-future/> ; X, « The fundamental contradiction of ESG is being laid bare », *op. cit.*

³⁰¹ X, « What are science-based targets? », *op. cit.* ; A. Sénecat, « La grande tromperie des fonds d'investissement « verts » », *op. cit.*

³⁰² C. FOURNIER, « La finance durable est inefficace et contreproductive selon des données récentes », *op. cit.*

³⁰³ A. SÉNÉCAT, « La grande tromperie des fonds d'investissement « verts » », *op. cit.*

³⁰⁴ Voy. Annexe II Interview 1 Monsieur X1, gestionnaire de fonds de la société Y, dit : « *Et on en revient toujours à c'est quoi, un investissement durable ou un investissement ESG ?* ».

³⁰⁵ M. DUAULT, « Tout comprendre sur la réglementation SFDR », *op. cit.*

³⁰⁶ A. DOCHERTY, « Docherty, « SFDR's Early-Life Crisis Presents an Opportunity to Level the Playing Field », *Institute for Energy Economics and Financial Analysis*, novembre 2023 <https://ieefa.org/sites/default/files/2023-11/SFDR%20Early%20Life%20Crisis%20Opportunity%20to%20Level%20Playing%20Field%20November%202023.pdf> (voy. p. 7 du P.D.F.) ; Annexe III.13.

Cette confusion a été aggravée lorsque des clarifications ont été fournies en juin 2021 par l'ESMA³⁰⁷ qui a confirmé que les fonds de l'article 9 devaient uniquement être composés d'investissements durables, définis à l'article 2, 17) du SFDR³⁰⁸, alors que des précisions supplémentaires portant sur cette notion étaient encore attendues. Ceci a entraîné un déclassement massif de fonds article 9 en fonds article 8³⁰⁹. Monsieur X1, gestionnaire de fonds de la société Y, s'est exprimé à ce propos dans la première interview faite dans le cadre de ce mémoire³¹⁰. Malgré des demandes répétées de la part des acteurs du marché financier pour obtenir davantage de précisions sur les critères à respecter pour les fonds article 9, la Commission européenne a précisé en avril 2023³¹¹ qu'elle ne fournirait pas de nouvelles orientations, laissant ainsi aux gestionnaires de fonds la liberté de définir leurs propres critères³¹². Elle a également confirmé que les stratégies passives suivant des indices climatiques seraient automatiquement classées comme article 9³¹³, ce qui a conduit à un grand nombre de reclassements inversés dans ce qui a été surnommé « *the great classification flip-flop* » (le grand retournement de classification)³¹⁴.

Le fait que le SFDR repose ainsi sur l'auto-évaluation des entreprises financières est dangereux car il peut conduire à des pratiques peu fiables, soit en raison de données de mauvaise qualité, soit parce que certaines entreprises pourraient être tentées de surévaluer leur engagement en matière de durabilité pour attirer des investisseurs ou se conformer à la réglementation³¹⁵.

L'approche floue que prend la Commission a de nombreuses autres conséquences et notamment le fait que l'utilisation qui est effectivement faite du règlement n'est pas conforme à celle qui était initialement prévue. En effet, le SFDR, conçu à l'origine comme un système visant à identifier les niveaux appropriés de divulgation, a été transformé en une sorte de label permettant d'indiquer aux investisseurs le degré d'ambition d'un produit financier en matière de durabilité³¹⁶.

³⁰⁷ X, « Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088) », ESMA, 14 juillet 2021, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr_ec_qa_1313978.pdf.

³⁰⁸ X, « SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2024 in Review », *op. cit.* (voy. p.12 du P.D.F.).

³⁰⁹ X, « SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2024 in Review », *op. cit.* (voy. p.12 du P.D.F.) ; SÉNÉCAT A., « Autour des fonds d'investissement « verts », *op. cit.*

³¹⁰ Voy. Annexe II Interview 1 au cours de laquelle Monsieur X1, désirant garder l'anonymat, dit, en parlant de l'arrivée de la Taxonomie après celle du SFDR : « *Personne n'a compris pourquoi il y a deux législations. Au bout d'un an et demi, ils se sont rendus compte que l'article 9, c'est un peu compliqué et ça veut dire que ce sont des engagements ...donc il y a une partie des gens et notamment les gros asset managers, les Amundi, les Crédit Mutuel, les Fortis etc qui sont passés de l'article 9 vers l'article 8* ».

³¹¹ X, « SFDR : consultation des autorités européennes de supervision avril 2023 », *France Invest*, avril 2023, [SFDR : consultation des autorités européennes de supervision avril 2023 \(franceinvest.eu\)](https://franceinvest.eu/sfdr-consultation-des-autorites-europeennes-de-supervision-avril-2023).

³¹² X, « SFDR : consultation des autorités européennes de supervision avril 2023 », *op. cit.* (voy. p. 8 du P.D.F.) ; M. DUAULT, « Tout comprendre sur la réglementation SFDR », *op. cit.*

³¹³ X, « SFDR : consultation des autorités européennes de supervision avril 2023 », *op. cit.* (voy. p. 9 du P.D.F.).

³¹⁴ A. DOCHERTY, *op. cit.*

³¹⁵ M. SHAW, « SFDR disclosure compliance risks 'greenwashing' by EU financial firms », Pinsent Masons, 30 mars 2023, <https://www.pinsentmasons.com/out-law/analysis/sfdr-disclosure-compliance-risks-greenwashing-eu-financial-firms> ; A. SÉNÉCAT, « Autour des fonds d'investissement « verts », *op. cit.*

³¹⁶ A. DOCHERTY, *op. cit.* (voy. p. 8 du P.D.F.) ; T. DOWDING, *op. cit.*

Mais pourquoi la Commission ne précise-t-elle pas davantage les dispositions contenues dans le SFDR ? Parce que le fait de laisser le flou de la sorte est une stratégie intentionnelle, afin de tenir compte des diverses approches adoptées par les gestionnaires pour intégrer les critères ESG dans leurs processus d'investissement³¹⁷. A nouveau, comme dans son approche utilisée dans le règlement ESG susmentionné, l'UE ne se mouille pas et privilégie à nouveau une approche favorisant une liberté de marché qui soit la plus importante possible, selon la logique du modèle néolibéral, quitte à aller à l'encontre de ses objectifs en matière de durabilité en vidant ces textes de leur substance.

C. Autres problèmes

A présent que nous avons parlé des principaux problèmes du SFDR, il convient également de mentionner certains aspects plus accessoires mais tout aussi déterminants pour expliquer pourquoi le SFDR, dans sa forme actuelle, ne tient pas la route. Nous en mentionnerons trois.

Comme nous l'avons précisé à de maintes reprises, le SFDR impose une charge de conformité (*compliance*) disproportionnée à certaines entreprises, notamment les plus petites ou celles qui n'ont pas accès à des données³¹⁸. La conformité au SFDR oblige les entreprises à recueillir et à rapporter une quantité importante de données sur leurs pratiques de durabilité, ce qui peut être à la fois chronophage et coûteux. Cela peut inciter les entreprises à se contenter de faire le minimum de ce qui leur est demandé, à répondre aux exigences minimales de divulgation de l'article 8³¹⁹.

En plus, il n'existe pas de mécanismes de contrôle robustes pour garantir la conformité au SFDR. Les entreprises qui ne respectent pas la réglementation risquent des dommages réputationnels, mais elles ne sont pas nécessairement confrontées à des sanctions légales ou financières significatives³²⁰.

Enfin, le SFDR a modifié le régime des Marchés d'Infrastructures Financières (MiFID) à partir de novembre 2022. Les fabricants et distributeurs de produits, tels que les gestionnaires de patrimoine ou d'actifs, doivent désormais intégrer les facteurs et objectifs de durabilité à chaque étape de la chaîne de gouvernance des produits MiFID. Les nouvelles règles stipulent que, lorsqu'un client n'exprime pas de préférence en matière de durabilité, un produit relevant de l'article 8 ou 9 peut être jugé approprié, à condition qu'il n'y ait pas de différence de risque acceptable pour ce client. Cependant, l'inverse n'est pas vrai, ce qui conduit inévitablement à orienter davantage de capitaux des clients MiFID vers des

³¹⁷ A. DOCHERTY, *op. cit.*

³¹⁸ A. SOTIROPOULOU, *op. cit.*, p. 254.

³¹⁹ M. SHAW, *op. cit.* ; X, « FSUG response to Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) consultations », *Financial Services User Group*, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2024-02/fsug-opinions-231215-sfdr-consultations_en.pdf, (voy. p. 2. du P.D.F.).

³²⁰ T. DOWDING, *op. cit.* ; M. SHAW, *op. cit.*

investissements durables et crée une incitation pour les fabricants de produits à seulement se conformer aux exigences minimales de l'article 8. Ce phénomène est surnommé « la tentation MiFID »³²¹.

§ 2. La réponse de l'UE

Les problèmes que nous venons d'invoquer démontrent que le règlement SFDR, dans sa forme actuelle, est déficient. Ceci a particulièrement été mis en lumière suite aux résultats de la consultation publique qui avait été lancée en septembre 2023 par la Commission³²². Il ressort clairement de celle-ci que les répondants ne sont pas satisfaits du système actuel, ce qui est notamment dû à certaines limitations du texte tel que le manque de clarté par rapport à la définition d'investissement durable, ce qui serait source d'insécurité juridique³²³.

La question n'est donc plus de savoir si l'approche actuelle doit être modifiée ou non mais plutôt comment cette modification doit être effectuée. En ce qui concerne ce dernier point, deux types d'approche ressortent de la consultation publique : la première, qui consiste à conserver les définitions actuelles des articles du SFDR tout en introduisant des normes minimales pour les articles 8 et 9 avec une possibilité de développer des labels sur cette base et la deuxième, qui consiste à se débarrasser de la distinction article 6, 8 et 9 et introduire un système de labellisation³²⁴. Au vu de la manière dont le secteur fait usage du SFDR à l'heure actuelle, il y a une réelle demande pour un système de labellisation efficace aujourd'hui et c'est pourquoi nous pensons que cette option serait préférable. Elle devrait en effet apporter davantage de clarté dans un secteur qui en a aujourd'hui fort besoin³²⁵.

Quoiqu'il en soit, peu importe l'option choisie, la révision du SFDR risque de prendre beaucoup de temps, qui est loin d'être illimité au vu de l'urgence climatique. LAURENCE CARON-HABIB, responsable des affaires publiques de BNPP AM, prévient à cet égard que « *la prochaine Commission va publier des propositions de révision du texte, mais il ne faut rien attendre avant le dernier trimestre de l'année, au plus tôt, ce qui laisse penser que cette version révisée n'entrera pas en application avant 2028* »³²⁶.

³²¹ T. DOWDING, *op. cit.* ; « M. SHAW, *op. cit.*

³²² X, « Summary Report of the Open and Targeted Consultations on the *SFDR assessment* », *op. cit.*

³²³ D. WEBB, « No Clear preference on SFRD fund-labelling categories, says European Commission », *Responsible investor*, 7 mai 2024, <https://www.responsible-investor.com/no-clear-preference-on-sfdr-fund-labelling-categories-says-european-commission/#:~:text=The%20European%20Commission%20has%20said,on%20Articles%208%20and%209>.

³²⁴ A. DOCHERTY, *op. cit.* (voy. p. 12 du P.D.F.).

³²⁵ Afin de rester concis, nous ne nous attarderons sur le fait d'argumenter pourquoi cette option tiendrait davantage la route que l'autre mais nous vous encourageons à prendre connaissance du rapport contenant l'opinion des AES sur la question : X, « On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) », *Eiopa*, juin 2024 https://www.eiopa.europa.eu/document/download/5aa8dd9f-c55d-430e-a226-1dbbfff92706_en?filename=JC%202024%2006%20-%20Joint%20ESAs%20Opinion%20on%20SFDR%20Level%201.pdf.

³²⁶ S. LÉBOUCHER, « A la veille des élections européennes, la finance durable sur un chemin de crête », *Option Finance*, 31 mai 2024, <https://www.optionfinance.fr/dossiers-de-la-redaction/a-la-veille-des-elections-europeennes-la-finance-durable-sur-un-chemin-de-crete.html>.

Les récentes lignes directrices de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), publiées le 14 mai 2024³²⁷ constituent toutefois un pas en avant. En effet, celles-ci disposent que « *pour utiliser des formulations telles que durable, climat, ESG, ISR ou encore social ou gouvernance, les fonds devront s'assurer qu'au moins 80 % de leurs investissements sont destinés à "atteindre des caractéristiques environnementales, sociales ou des objectifs d'investissement durable"* »³²⁸. Malheureusement, aucun seuil n'est encore mis en place pour des investissements durables, en raison du fait qu'une telle contrainte contredirait la marge de manœuvre très importante que la définition d'investissement durable laisse aux acteurs financiers³²⁹.

SECTION III. AUTRES PROBLÈMES

De nombreux autres problèmes, peuvent être reprochés au cadre législatif en matière de finance durable, nous nous contenterons de brièvement en évoquer certains.

On relève notamment certains défauts de conception de ces textes, sensés fonctionner en synergie. PIERRE GARRAULT, conseiller politique principal chez Eurosif, le Forum européen pour l'investissement responsable, relève à cet égard que « *Le séquençage des travaux législatifs a conduit à un manque d'alignement des textes sur certains points (...) Par exemple, la taxonomie définit précisément les activités durables du point de vue environnemental et considère qu'un investissement durable environnemental doit viser ces activités. Mais SFDR, lorsqu'il introduit son propre concept d'investissement durable, se concentre sur les entreprises bénéficiaires dans leur globalité, sans distinguer leurs activités économiques* »³³⁰.

D'autres problèmes ont fait grincer des dents tels que le calendrier de mise en œuvre du SFDR et de la CSRD, qui ont forcé les acteurs financiers à produire des *reportings* avant même que les entreprises présentes dans leurs fonds n'y soient contraintes³³¹. « *Bien que ne disposant pas de tous les éléments, les acteurs doivent faire face à une contrainte réglementaire pour les textes déjà entrés en application* » regrette Frédéric Vonner, Partner regulatory advisory services chez PwC Luxembourg³³².

Plus globalement, il est évident que l'implémentation de toutes ces bases légales par les acteurs concernés peut se révéler être un exercice assez coûteux, surtout sur le court terme³³³. A cet égard,

³²⁷ X, « Final Report : Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms », *Esma*, 14 mai 2024, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA34-472-440_Final_Report_Guidelines_on_funds_names.pdf

³²⁸ M. DIGABEL, « Les fonds ESG, verts et climat devront désormais exclure les énergies fossiles (Esma) », *Aef info*, 16 mai 2024 <https://www.aefinfo.fr/depeche/712119-les-fonds-esg-verts-et-climat-devront-desormais-exclure-les-energies-fossiles-esma>.

³²⁹ M. DIGABEL, *op. cit.*

³³⁰ S. LEMBOUCHER, *op. cit.*

³³¹ *Ibid.*

³³² S. LAMBOTTE, « Finance durable: un défi réglementaire complexe », *Paperjam*, 23 décembre 2022, <https://paperjam.lu/article/finance-durable-defi-reglement>.

³³³ X, « CSRD : Corporate Sustainability Reporting Directive », *Youmatter*, <https://youmatter.world/fr/dossiers/directive-csrd-reporting-durabilite-europeen/>.

nous avons déjà eu l'occasion de relever la charge *compliance* très lourde qui pèse sur les gestionnaires de fonds (surtout les plus petits)³³⁴. Toutes ces bases légales, qui imposent de nombreuses exigences en matière de *compliance* aux acteurs économiques européens peut avoir pour effet de freiner l'innovation de ces acteurs³³⁵ mais peut surtout affecter la compétitivité de ceux-ci, notamment au niveau international³³⁶. En effet, il est clair que, dans un monde globalisé comme le nôtre, l'UE ne peut pas agir seule dans le domaine de la finance durable. Dans ce contexte, deux scénarios se dessinent³³⁷. Dans le premier scénario, l'influence de l'UE sur la scène internationale serait telle que ses normes deviendraient effectivement des standards mondiaux³³⁸. Dans le second scénario, moins optimiste mais peut-être plus réaliste, il est probable que les pays tiers à l'UE adoptent des politiques moins contraignantes, voire inexistantes, en matière de durabilité. Cela pourrait avoir des conséquences néfastes pour l'UE et ses entreprises, qui se retrouveraient alors en situation de désavantage concurrentiel³³⁹.

Chapitre II. Sous-performance de l'investissement durable³⁴⁰

« Les investissements durables sont bons non seulement pour la société, mais également pour votre portefeuille »³⁴¹. C'est le principal argument de vente mis en avant par les fonds d'investissements labellisés ESG pour attirer les investisseurs³⁴², qui, en investissant dans de tels fonds, pourront donc bénéficier tant d'une réduction de risques³⁴³ (ceux-ci constitueraient alors une première « garantie de fiabilité car elle éviterait certains événements néfastes tels que les dommages environnementaux

³³⁴ A. SOTIROPOULOU, *op. cit.*, p. 254.

³³⁵ S. LEBOUCHER, *op. cit.*

³³⁶ D. BUSCH, « La définition de standards globaux de durabilité est-elle à la portée de l'Europe ? », *Groupe d'études géopolitiques*, <https://geopolitique.eu/articles/la-definition-de-standards-globaux-de-durabilite-est-elle-a-la-portee-de-leurope/#~:text=Comme%20le%20montrent%20le%20Green,le%206%20juillet%202021%2037%20>.

³³⁷ D. BUSCH, *op. cit.*

³³⁸ D. BUSCH, *op. cit.* Voy. ég. A. BRADFORD, *The Brussels Effect: How the European Union Rules the World*, New York, Oxford University Press, 2019.

³³⁹ D. BUSCH, *op. cit.*

³⁴⁰ Dans le cadre de ce chapitre, nous nous référons au concept d'« investissement durable » au sens de la terminologie employée par Morningstar, qui est indépendante de la terminologie utilisée par le SFDR, de sorte que ce terme peut faire référence à des fonds classifiés tant article 9 qu'article 8. Voy. X, « Morningstar Sustainable Attributes », *op. cit.*

³⁴¹ K. VAN HAMME, « Le vent a-t-il déjà tourné pour l'investissement durable ? », *L'Echo*, 17 février 2024, <https://www.lecho.be/les-marches/actu/general/le-vent-a-t-il-deja-tourne-pour-l-investissement-durable/10527188.html>.

³⁴² K. VAN HAMME, « Le vent a-t-il déjà tourné pour l'investissement durable ? », *op. cit.*

³⁴³ Nous verrons toutefois plus loin dans ce mémoire pourquoi ceci n'est pas toujours vrai, étant donné que ces fonds se basent sur des notations ESG qui ne constituent elles-mêmes pas des indicateurs de risque fiables (voy. *infra*).

coûteux, des scandales, ...) ³⁴⁴ que d'« *un surcroît de rendement par rapport à la moyenne du marché* » ³⁴⁵.

Ceci est en effet un argument de taille pour les défenseurs de la finance durable car il leur permet d'affirmer que la finance (ainsi que l'impératif de rentabilité qui la sous-tend) et la durabilité se marient parfaitement de sorte que nous pourrions ainsi compter sur les marchés pour atteindre nos objectifs en matière de durabilité.

Dans un premier temps, ces fonds ont effectivement généré un rendement supplémentaire par rapport à la moyenne du marché ³⁴⁶, ce qui laissait croire que le credo « *doing well by doing good* » (faire le bien en faisant le bien) ³⁴⁷ avancé par les défenseurs de la finance durable était bien fondé.

Cet argument tenait à peu près la route jusqu'il y a deux ans ³⁴⁸. En effet, 2022 était une très mauvaise année pour l'investissement durable ³⁴⁹ et la tendance ne paraît pas s'inverser depuis ³⁵⁰.

Pourquoi cette soudaine sous-performance ? Celle-ci s'explique par plusieurs facteurs de natures diverses.

Le premier, et sans doute celui qui a eu le plus d'impact, est le contexte géopolitique. En effet, la guerre en Ukraine et la montée des prix de l'énergie qui ont suivi ont été extrêmement favorables aux entreprises de combustibles fossiles et aux valeurs de défense ³⁵¹, deux secteurs que les fonds durables préfèrent éviter d'intégrer ³⁵² tandis que d'autres secteurs plus susceptibles de se trouver dans ces

³⁴⁴ I. Genre, « Critères ESG : définition, exemples et stratégies d'investissement », *Greenly Institute*, <https://greenly.earth/fr-fr/blog/guide-entreprise/criteres-esg-definitions-et-enjeux>.

³⁴⁵ K. VAN HAMME, « Le vent a-t-il déjà tourné pour l'investissement durable? », *op. cit.* Voy. ég. M. LAUWERS, « Au-delà des finances, l'ESG peut rapporter gros aux entreprises », *L'Echo*, 28 février 2023, <https://www.lecho.be/entreprises/general/au-dela-des-finances-l-esg-peut-rapporter-gros-aux-entreprises/10450561.html>.

³⁴⁶ K. VAN HAMME, « L'investissement durable offre-t-il vraiment un meilleur rendement? », *L'Echo*, 9 juillet 2021, <https://www.lecho.be/les-marches/actu/general/l-investissement-durable-offre-t-il-vraiment-un-meilleur-rendement/10319119.html> ; L. PASTOR, R. F. STAMBAUGH et L. A. TAYLOR, « Dissecting Green Returns », *Fama-Miller Center Working Paper, Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research Paper*, 2022, <https://ssrn.com/abstract=3864502> (voy. p. 1 du P.D.F.).

³⁴⁷ Voy. M. BIRSHAN, J. MISCHKE et L. WOETZEL, « The necessity of doing well by doing good », *McKinsey & Company*, 12 avril 2021, <https://www.mckinsey.com/mgi/overview/in-the-news/the-necessity-of-doing-well-by-doing-good>.

³⁴⁸ X, « FIN D'ANNEE - Les fonds ESG souffrent d'une demande plus faible malgré l'aide apportée par la performance du secteur technologique », *Zonebourse*, 21 décembre 2023, <https://www.zonebourse.com/cours/action/BLACKROCK-INC-11862/actualite/FIN-D-ANNEE-Les-fonds-ESG-souffrent-d-une-demande-plus-faible-malgre-l-aide-apportee-par-la-perf-45615645/#:~:text=Avec%20un%20rendement%20total%20de,ensemble%20de%20l'ann%C3%A9e%202022.>

³⁴⁹ E. DWEK, « 2022: Une année difficile pour l'ESG », *Investir.ch*, 14 décembre 2022 <https://www.investir.ch/article/2022-une-annee-difficile-pour-lesg/>.

³⁵⁰ X, « L'ESG encore impacté par ses déboires de 2022 (AXA IM) », *Zonebourse*, 7 mai 2024, <https://www.zonebourse.com/cours/action/AXA-4615/actualite/L-ESG-encore-impacte-par-ses-deboires-de-2022-AXA-IM-46648125/>.

³⁵¹ J. GOFFIN, « Les marchés font désormais fi de la guerre en Ukraine. Vraiment? », *L'Echo*, 20 février 2023, <https://www.lecho.be/dossiers/conflit-ukraine-russie/les-marches-font-desormais-fi-de-la-guerre-en-ukraine-vraiment/10448605.html>.

³⁵² Même si nous avons pu observer précédemment que ceci n'est pas toujours le cas.

fonds, tels que l'éolien ont grandement souffert de la crise énergétique et de la hausse de coûts qu'elle a entraîné³⁵³.

D'autres raisons incluent le fait que les gestionnaires de fonds ESG facturent des frais plus élevés aux investisseurs³⁵⁴, les petites capitalisations sont sous-représentées (en raison du fait que beaucoup de fonds ESG suivent les indices *leaders standard*, qui contiennent principalement des multinationales en raison du coût nécessaire pour produire un *reporting* ESG de qualité), le *greewashing* encore présent dans le secteur (même si cette tendance commence à s'effriter au sein de l'UE grâce à l'adoption des nombreuses exigences en matière de transparence comprises dans son nouveau cadre en matière de finance durable) et le manque de diversification de ces fonds (les indices boursiers ESG américains reflétant principalement des entreprises issues du secteur de la technologie et moins par des entreprises du secteur de l'énergie)³⁵⁵.

Enfin, une dernière raison que nous pouvons énumérer³⁵⁶ vient fait que le pitch avancé par les défenseurs de la finance, relevant quasiment de l'idéologie³⁵⁷ et se basant principalement sur le credo « *doing well by doing good* » perd de plus en plus en crédibilité à mesure que le sujet est approfondi par le monde académique³⁵⁸. MATHIJS VAN DIJK, professeur d'économie à l'Université Erasmus de Rotterdam étudiant les marchés financiers, a d'ailleurs déclaré, à ce sujet qu'« *ils [(les partisans de la finance durable)] disent que les entreprises durables sont mieux gérées, plus en phase avec l'esprit du temps, plus rentables, en promettant ainsi des rendements boursiers plus attrayants. Le pitch est plutôt léger. Chacun de ces arguments peut être remis en question* »³⁵⁹. Ce même professeur a effectué une

³⁵³ M. VAN OOST, « L'éolien offshore en pleine tempête », *L'Echo*, 1 novembre 2023, <https://www.lecho.be/entreprises/energie/l-eolien-offshore-en-pleine-tempete/10503318.html> ; S. SILANO, « Six menaces pour l'investissement durable en 2023 », *Morningstar*, 16 décembre 2022, <https://www.morningstar.fr/fr/news/230146/six-menaces-pour-linvestissement-durable-en-2023.aspx> ; K. VAN HAMME, « Le vent a-t-il déjà tourné pour l'investissement durable? », *op. cit.* ; J.-F. VENNE, « Grandeurs et misères de la finance durable », *Gestion*, 2022, pp. 48-54.

³⁵⁴ De plus, une étude, menée par trois chercheurs de l'université d'Amsterdam, est parvenue à démontrer que les gestionnaires des fonds durables appliquent des frais de gestion plus élevés que leurs homologues gérant des fonds non durables sans que cela ne se traduise par davantage d'efforts de leur part qui justifieraient un tel surcoût. Cette situation est particulièrement préoccupante pour les clients ayant un faible niveau d'éducation financière. Voy. M. LAUDI, P. SMEETS et U. WEITZEL, « Do Financial Advisors Charge Sustainable Investors a Premium? », *SSRN*, juin 2022, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3887716> ; A. SÉNÉCAT, « La grande tromperie des fonds d'investissement « verts » », *op. cit.* ; voy. ég. Annexe II Interview 1 au cours de laquelle Monsieur X1, gestionnaire de fonds de la société Y, nous a dit : « *SFDR, c'est énormément de coûts pour l'investisseur parce que c'est l'investisseur au final qui supporte ces coûts-là* ».

³⁵⁵ E. DWEK, *op. cit.*

³⁵⁶ Même s'il y en a encore beaucoup d'autres.

³⁵⁷ Ce post LinkedIn de l'entreprise EY exprime bien nos propos car il met en lumière le fait que les défenseurs de la finance durable voient celle-ci comme pouvant remédier à tous les maux, malgré le fait que cela s'oppose parfois aux théories économiques les plus fondamentales. En effet, il paraît très peu probable que, pour assurer que leur entreprise survive à une récession économique, les PDG décident en premier lieu d'« *intégrer les critères ESG comme un aspect central de tous les produits et services pour engager les clients* ». En effet, lors d'une récession, ceux-ci ont plutôt tendance à mettre en place diverses formes de réduction de coûts afin de préserver de la trésorerie et maintenir la continuité de l'activité. Ces réductions de coûts concernent notamment les dépenses liées au marketing et à la recherche et développement (R&D), donc en particulier les initiatives ESG. Voy. EY, « Surviving geopolitical and economic disruption is expected to dominate the WEF23 agenda. Only 2% of CEOs are not preparing for an economic downturn, a new EY survey of 1,200 CEOs worldwide has revealed. », LinkedIn, 2023, https://www.linkedin.com/posts/ernstandyoung_betterworkingworld-wef23-ceo-activity-7020313653434339328-LI7w?utm_source=share&utm_medium=member_desktop.

³⁵⁸ K. VAN HAMME, « Le vent a-t-il déjà tourné pour l'investissement durable? », *op. cit.*

³⁵⁹ *Ibid.*

étude de grande ampleur sur le sujet et a pu démontrer qu'« *il n'existe aucune corrélation systématique entre les ratings de durabilité et les rendements des actions sur une période de 20 ans* »³⁶⁰.

Mais alors, sur base de tout ce que nous venons d'observer, comment expliquer le fait que l'investissement durable ait surperformé dans un premier temps ? Plusieurs études mettent en avant le fait que ce rendement supplémentaire, communément appelé « alpha-ESG » dans le jargon financier ne serait en fait qu'une chimère et que sans certains facteurs qui ont contribué à l'essor de l'investissement durable, l'alpha-ESG n'aurait pas existé. A titre d'exemple, les chercheurs de Scientific Beta ont démontré, dans une enquête portant sur l'alpha-ESG, que « *75% de ce rendement supplémentaire proviendraient d'un facteur sous-jacent dont on sait depuis longtemps qu'il génère de meilleurs rendements, à savoir la qualité de l'action, typiquement déterminée par des éléments tels que la régularité des bénéfices et la qualité de la gestion* » et ne serait donc pas dû aux critères ESG³⁶¹. De plus ils ont également pu constater que « *l'alpha-ESG n'est apparu qu'à partir de 2013, soit plus ou moins au même moment que l'hype s'est emparé des investissements durables* »³⁶². Cet alpha serait donc lié à ce *momentum* favorisant un afflux d'argent énorme vers les fonds durables et selon ces chercheurs « *devrait disparaître lorsque cette hype s'estompera* »³⁶³.

Une autre étude, qui a remporté le *Swiss Finance Institute Best Paper Doctoral Award 2022*, va dans le même sens en affirmant qu'en l'absence de pression sur les prix, due à l'ampleur des flux ayant caractérisé les débuts de l'investissement ESG, « *les fonds ESG n'auraient pas surperformé le marché de 2016 à 2021* »³⁶⁴. Elle va même plus loin en précisant qu'ils « *auraient probablement sous-performé par rapport* » à ce marché³⁶⁵. Par ailleurs, celle-ci ajoute également que « *si les flux ESG devaient soudainement s'inverser, le rendement futur réalisé pourrait être fortement négatif* »³⁶⁶.

Une dernière étude que nous mentionnerons avance le fait qu'aucune « *preuve que les fonds à haute durabilité surperforment les fonds à faible durabilité* » n'a pu être trouvée³⁶⁷.

Le pitch initial des défenseurs de la finance durable est d'autant plus creux dès lors qu'on y applique la théorie des marchés efficients³⁶⁸. Ainsi « *en bonne logique financière, si les entreprises durables sont effectivement moins risquées, cela devrait se traduire par des rendements plus faibles, et non pas par*

³⁶⁰ K. VAN HAMME, « Le vent a-t-il déjà tourné pour l'investissement durable? », *op. cit.*

³⁶¹ K. VAN HAMME, *op. cit.* ; X, « "Honey, I Shrunk the ESG Alpha": Risk-Adjusting ESG Portfolio Returns », *op. cit.*

³⁶² *Ibid.*

³⁶³ K. VAN HAMME, *op. cit.* Voy. X, « "Honey, I Shrunk the ESG Alpha": Risk-Adjusting ESG Portfolio Returns », *ScientificBeta*, avril 2021 <https://cdn.ihsmarket.com/www/pdf/0521/Honey-I-Shrunk-the-ESG-Alpha.pdf>.

³⁶⁴ Voy. P. VAN DER BECK, « Flow-Driven ESG Returns », *Swiss Finance Institute Research*, septembre 2021, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3929359>.

³⁶⁵ P. VAN DER BECK, *op. cit.* (voy. p. 23 du P.D.F).

³⁶⁶ J. LEE, « Trillion-Dollar ESG Boom Rings Bubble-Trouble Alarm in New Study », *Bloomberg*, 28 octobre 2021, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-28/trillion-dollar-esg-boom-rings-bubble-trouble-alarm-in-new-study> ;

P. VAN DER BECK, *op. cit.* (voy. p. 23 du P.D.F) ; J. LEE, *op. cit.*

³⁶⁷ S. M. HARTZMARK et A. B. SUSSMAN, « Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows », *The Journal of Finance*, décembre 2019.

³⁶⁸ Ce concept central de la théorie financière moderne part du principe que « *si les marchés sont efficients, cela signifie qu'aucune stratégie d'investissement ne peut permettre de dégager, pour un niveau de risque donné, un profit anormal* ». Voy. X, « L'efficience des marchés financiers : la théorie ! », *Captain Economics*, 28 juin 2012, <https://www.captaineconomics.fr/-l-efficience-des-marches-financiers-la-theorie..>

des returns plus élevés que le secteur ESG nous promet depuis longtemps (...) Un investisseur rationnel qui souhaite éviter ces risques en achetant des actions ESG devrait accepter un rendement inférieur en contrepartie »³⁶⁹.

Sur base de tous ces éléments, il semble à l'heure actuelle peu recommandable d'un point de vue purement financier de miser sur l'investissement responsable³⁷⁰. Malheureusement, c'était prévu : *« toutes les décisions durables ne rapportent pas d'argent, sinon nous ne serions pas en pleine transition écologique et le marché aurait réglé le problème il y a 50 ans. Un filtre contre les substances industrielles toxiques coûte plus cher à l'entreprise que les rejeter dans la nature »³⁷¹.*

Le problème est que si l'investissement durable n'est pas financièrement intéressant, cela peut compromettre sa capacité à orienter les capitaux vers des activités plus durables. En effet, la finance, qu'elle soit durable ou non, se base sur l'impératif de rentabilité. Cet impératif de rentabilité, on peut l'expliquer assez simplement via la métaphore de la main invisible qu'Adam Smith avait utilisée dans « La Richesse des Nations » : *« c'est l'ensemble des actions individuelles, guidées par le profit et l'intérêt personnel, qui contribuent à la richesse et au bien commun »³⁷².* En d'autres termes, si les investissements dans la finance durable ne sont pas rentables, ils n'attireront pas de capitaux et ne contribueront pas au bien commun³⁷³.

Chapitre III. Un contexte politique bien moins favorable

Un autre obstacle au développement d'une finance réellement durable réside dans le fait que, depuis les élections européennes de 2019, le support massif et quasi unanime aux objectifs durables de l'UE s'est transformé en une méfiance croissante envers ces belles promesses, souvent suivies de résultats concrets limités. Cette méfiance est due non seulement aux obstacles que nous avons énoncés dans les deux chapitres précédents mais également à une évolution du contexte politique. Celle-ci commence déjà à se manifester au sein de l'UE, tandis qu'outre-Atlantique, une réelle révolution « anti-ESG », qui est loin d'être rassurante pour les partisans de la finance durable³⁷⁴, fait rage depuis plusieurs années.

³⁶⁹ K. VAN HAMME, *op. cit.*

³⁷⁰ E. GARESSUS, « L'investissement durable devient hors de prix », *Le Temps*, 20 février 2023, <https://www.letemps.ch/opinions/chroniques/linvestissement-durable-devient-prix>.

³⁷¹ K. VAN HAMME, *op. cit.*

³⁷² L. CHAUDEURGE, « Opinion | Fonds ESG : le vrai défi est de gagner de l'argent ! », *Les Echos*, 27 janvier 2024, <https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/opinion-fonds-esg-le-vrai-defi-est-de-gagner-de-largent-2072010#:~:text=Les%20fonds%20ESG%2C%20en%20moyenne,que%20pragmatique%2C%20th%C3%A9orique%20que%20pratique>.

³⁷³ L. CHAUDEURGE, *op. cit.*

³⁷⁴ S. LEBOUCHER, *op. cit.*

SECTION I. LE RETOUR DE LA « REALPOLITIK » EN MATIÈRE D'ENVIRONNEMENT

Depuis le début de la guerre en Ukraine et la crise énergétique qu'elle a engendrée, les objectifs de durabilité de l'UE ont de plus en plus été mis de côté au profit de considérations plus court-termistes. Un évènement marquant du retour à une « *reapolitik* » en matière d'environnement est sans conteste l'inclusion du gaz et du nucléaire dans la Taxonomie depuis le 1^{er} janvier 2023, afin notamment de soutenir la compétitivité et la souveraineté énergétique des Etats membres³⁷⁵. Selon PIERRE GARRAULT, conseiller politique principal chez Eurosif, le Forum européen pour l'investissement responsable, « *Cela a été la première indication d'une baisse du niveau d'ambition sur la finance durable (...) Les défis rencontrés dans la mise en œuvre concrète de ces textes ont également mené à des demandes de simplification des règles et d'amélioration de leur cohérence. S'y sont ajoutés le contexte international de compétition industrielle renouvelée et la guerre en Ukraine qui a conduit à un recentrage sur les questions de compétitivité et d'autonomie de l'Europe* »³⁷⁶.

Depuis lors, plusieurs éléments attestent de ce changement de vision, notamment en ce qui concerne les bases légales en lien avec la finance durable. A titre d'exemple, les normes ESRS (*European Sustainability Reporting Standards* ou « Normes européennes d'information en matière de durabilité » en français)³⁷⁷, ont été adoucies pour permettre une analyse de matérialité menée par les entreprises elles-mêmes, qui ont à présent une marge de manœuvre assez large ce qui concerne les indicateurs à publier. Le début des travaux pour l'élaboration de standards sectoriels pour la CSRD a également été retardé³⁷⁸ de sorte qu'ils ne commenceront qu'en 2026. La CSDDD a également subi une correction majeure juste avant son adoption, réduisant son champ d'application de deux tiers et remettant son entrée en vigueur à plus tard qu'initialement prévu³⁷⁹.

SECTION II. LA VAGUE « ANTI-ESG » ÉTASUNIENNE

Comme nous avons pu le préciser en amont, à mesure que l'investissement ESG a gagné en popularité, des critiques de plus en plus virulentes se sont élevées à son égard, surtout en provenance des Etats-Unis. Ces critiques à l'égard de la finance durable, très différentes de celles que l'on peut retrouver dans

³⁷⁵ B. DE PETIVILLE, « Gaz et nucléaire : l'UE en prise avec le principe de réalité », *Factuel*, 5 février 2024, https://factuel.media/blogs/blog-articles/gaz-et-nucleaire-l-ue-en-prise-avec-le-principe-de-realite_ba_20621763.

³⁷⁶ S. LEBOUCHER, *op. cit.*

³⁷⁷ A savoir des normes européennes adoptées en complément à la CSRD afin « préciser les informations qu'une entreprise doit publier en matière de durabilité » en ce qui concerne « ses incidences, risques et opportunités dans les domaines environnemental, social et de gouvernance ». Voy. I. Genre, *op. cit.*

³⁷⁸ FOURNIER C., « SFDR, CSRD, l'Europe recule sur les exigences de durabilité pour les entreprises », *Youmatter*, 14 avril 2023, <https://youmatter.world/fr/categorie-economie-business/sfdr-csrd-recul-ambition-europe-durabilite/#:~:text=CSRD%20%3A%20l'Europe%20perd%20du%20temps%20et%20recule,-Les%20r%C3%A9glementations%20nationales&text=La%20CSRD%20proposait%20de%20pousser, quatre%20fois%20plus%20qu'actuellement>.

³⁷⁹ S. LEBOUCHER, *op. cit.*

l'UE³⁸⁰, peuvent être expliquées au moyen du contexte tout particulier qui caractérise la société étasunienne. En effet, dans un environnement politique marqué par une forte polarisation, un contexte économique particulièrement attaché à ses industries traditionnelles et une société profondément attachée à la théorie de MILTON FRIEDMAN (selon laquelle la seule responsabilité sociale d'une entreprise serait d'augmenter ses profits³⁸¹), il existe un certain scepticisme quant au rôle que devraient jouer les entreprises dans les enjeux sociétaux³⁸².

Ces critiques émergent de plusieurs groupes d'individus clés de la population étasunienne : des groupes de réflexion pro-marché libre (qui considèrent que l'ESG amène une politisation excessive dans des domaines où cela ne devrait pas être le cas, tel que celui des décisions en matière d'investissement), des groupes de défense de l'industrie (notamment des personnes représentant des combustibles fossiles qui voient l'ESG comme une menace pour leur secteur) et des politiciens conservateurs et libertaires (qui voient l'ESG comme une atteinte aux intérêts économiques nationaux et à la souveraineté des Etats-Unis)³⁸³.

Ce contexte, qui a grandement favorisé la rapide popularisation de ces critiques, a abouti à la formation d'une véritable vague « anti-ESG », qui rejette l'investissement durable en bloc, sans que cela soit toujours très cohérent. En effet, celui-ci subit de nombreuses accusations, certaines soulignant l'aspect parfois trompeur de celui-ci et son inefficacité, d'autres avançant le fait que celui-ci nuit aux fondements même du capitalisme tandis que d'autres relèvent plutôt du domaine du complotisme et accusent celui-ci d'être un programme secret créé par de grands personnages puissants politiquement et financièrement avec un agenda très précis ayant pour objectif d'imposer des valeurs *woke* au capitalisme et à la société toute entière³⁸⁴.

À notre avis, sans vouloir donner raison au complotistes, il serait tout aussi irrationnel d'écarter complètement l'option selon laquelle certaines personnes ou groupes d'intérêt profiteraient de cette tendance en faveur de l'investissement durable.

A titre d'exemple, prenons le cas de deux personnages importants : LARRY FINK et HENRY FERNANDEZ. Le premier est le PDG de BlackRock, le plus grand gestionnaire patrimonial au monde³⁸⁵ et le second est le PDG de MSCI, un des principaux fournisseurs d'outils et de service d'aide aux investisseurs et qui est, comme nous avons pu le voir, également une des plus grandes agences de notation ESG au monde³⁸⁶.

³⁸⁰ Au sein de laquelle « neuf personnes sur dix soutiennent des objectifs ambitieux de neutralité carbone et d'énergie renouvelable ». Voy. B. MASTERS ET P. TEMPLE-WEST, « The real impact of the ESG backlash », *The Financial Times*, 4 décembre 2023, <https://www.ft.com/content/a76c7feb-7fa5-43d6-8e20-b4e4967991e7>.

³⁸¹ P. LAMBRECHT ET F.-G. EGGERMONT, « Rapport de durabilité des entreprises et gouvernement d'entreprise durable » in Houben, R. et al. (dir.), *JPB - Liber amicorum Jean-Pierre Blumberg*, 1^{re} édition, Bruxelles, Intersentia, 2021, p. 375.

³⁸² X, « Anti-ESG Movement: Voices Challenging ESG Investing », *op. cit.*

³⁸³ *Ibid.*

³⁸⁴ S. SILANO, *op. cit.*

³⁸⁵ K. VAN HAMME, « Tariq Fancy (ex-BlackRock): "L'investissement durable n'a aucun impact, il est même nuisible" », *L'Echo*, 17 septembre 2021, <https://www.lecho.be/les-marches/analyse/tariq-fancy-ex-blackrock-l-investissement-durable-n-a-aucun-impact-il-est-meme-nuisible/10333045.html>.

³⁸⁶ X, « About Us », MSCI, <https://www.msci.com/who-we-are/about-us>.

Ces deux personnages se sont montrés des fervents défenseurs de l'investissement ESG depuis quelques années.

LARRY FINK vante régulièrement les mérites d'une telle approche, notamment par le biais de ses lettres annuelles à destination des directeurs généraux³⁸⁷, et pourtant de nombreuses études démontrent qu'un tel engagement ne constitue en fait qu'une façade³⁸⁸. A ce titre, le bureau d'analyse Morningstar a calculé que sur 34 propositions pertinentes en matière climatique inscrites à l'ordre du jour de son AG, BlackRock n'en a soutenu que 4, un taux d'acceptation plus bas que ses homologues³⁸⁹ et s'en est justifié en disant que « *nous sommes susceptibles de soutenir proportionnellement moins de propositions de résolution sur le climat qu'en 2021, car nous ne les considérons pas compatibles avec les intérêts financiers à long terme de nos clients* »³⁹⁰, ce qui montre bien que les considérations environnementales passent en second plan lorsqu'elles ne vont pas dans le sens de leurs intérêts financiers³⁹¹.

De la même manière que LARRY FINK, HENRY FERNANDEZ s'est positionné comme un grand défenseur de l'investissement ESG et de son importance cruciale pour adresser le problème du changement climatique³⁹². Toutefois, celui-ci a expressément affirmé qu'il n'était non pas un environnementaliste mais un conservateur libertarien voulant à tout prix éviter que de nombreuses mesures prescriptives soient adoptées pour adresser le problème du changement climatique³⁹³. Il voit le changement climatique comme une simple externalité qui doit être intériorisée par le marché et estime que l'investissement ESG permet ainsi de défendre le capitalisme contre davantage d'intervention gouvernementale et notamment contre l'adoption de politiques socialistes empêchant le marché de s'autoréguler³⁹⁴.

Par conséquent, les motivations réelles de ces deux personnages sont claires : surfer sur cette tendance afin de générer davantage de recettes. En effet, le risque climatique est une opportunité unique d'investissement pour ces acteurs puisque le simple fait d'évoquer le changement climatique leur

³⁸⁷ Dans lesquelles il qualifie notamment le changement climatique de « *problème ultime à long terme* ». L. FINK, « Larry Fink's 2019 letter to CEOs : Purpose & Profit », *op. cit.* ; K. VAN HAMME, « Tariq Fancy (ex-BlackRock): "L'investissement durable n'a aucun impact, il est même nuisible" », *op. cit.*

³⁸⁸ J. JOVÈNE, « BlackRock, l'empire du mal? », *Morningstar*, 11 février 2020, <https://www.morningstar.fr/fr/news/199514/blackrock-lempire-du-mal-.aspx>. ; K. VAN HAMME, « Tariq Fancy (ex-BlackRock): "L'investissement durable n'a aucun impact, il est même nuisible" », *op. cit.*

³⁸⁹ J. COOK et T. LAURICELLA, « How Big Fund Families Voted on Climate Change : 2020 Edition », *Morningstar*, 28 septembre 2020, <https://www.morningstar.com/funds/how-big-fund-families-voted-climate-change-2020-edition> ; voy. ég. Annexe III.10.

³⁹⁰ M. THÉPOT, « Géant de la finance, BlackRock adooooore l'écologie (sauf quand ce n'est plus rentable) », *Marianne*, 19 mai 2022, <https://www.marianne.net/economie/economie-internationale/geant-de-la-finance-blackrock-adooooore-lecologie-sauf-quand-ce-nest-plus-rentable>.

³⁹¹ M. THÉPOT, *op. cit.*

³⁹² L. PATRICK, « Bringing Transparency to Capital and Climate Risk », *Capital Markets*, 13 juin 2024, <https://www.rbccm.com/en/story/story.page?dcr=templatedata/article/story/data/2024/05/bringing-transparency-to-capital-and-climate-risk>.

³⁹³ L. PATRICK, *op. cit.* ; BLOOMBERG ORIGINALS, *op. cit.*

³⁹⁴ L. PATRICK, *op. cit.* ; BLOOMBERG ORIGINALS, *op. cit.* ; CNBC INTERNATIONAL NEWS, « ESG has 'has nothing to do with political ideology,' MSCI CEO says », 10 novembre 2022, *Youtube*, https://www.youtube.com/watch?v=RB3ZeEN_PZQ.

procure les faveurs des médias afin de les distraire de la question de la monétisation persistante des combustibles fossiles, leur apporte plus d'affaires durables et leur permet d'accéder aux décideurs de haut niveau qui façonnent la réponse mondiale au changement climatique³⁹⁵.

Il convient toutefois de préciser nos propos : ces lignes ne visent pas à blâmer ces personnages pour leurs stratégies indignes pour augmenter leurs profits. En effet, nous soulignons ici plutôt le problème systémique que représente la recherche de profit au sein d'une finance qui se veut durable. A ce titre, TARIQ FANCY, ex-responsable des investissements durables chez BlackRock, l'exprime très bien dans ses mots : « *C'est plutôt une question de système et de la façon dont les gens fonctionnent. Leur comportement est rationnel au sein d'une machine qui tourne au profit. Tout comme il était lucratif à l'époque pour l'industrie du tabac d'investir dans le lobbying et dans la recherche pour semer la confusion quant à l'impact du tabac sur la santé, au lieu d'attendre passivement que les pouvoirs publics prennent des mesures susceptibles de réduire leurs bénéfices* »³⁹⁶.

Cette vague anti-ESG étasunienne ne repose donc pas sur des critiques totalement dénuées de fondement. Toutefois, la critique selon laquelle l'ESG mettrait en péril les bases même du capitalisme tels que la liberté de concurrence et la recherche de profit est, comme nous venons de l'observer, bien loin de la réalité. Au contraire, l'ESG renforce le capitalisme en entretenant l'illusion selon laquelle le secteur privé constitue une réponse efficace à tous les problèmes, y compris ceux qu'il engendre lui-même. A ce titre, THIERRY PHILIPPONNAT, économiste en chef au sein de l'ONG Finance Watch, a souligné qu'« *il est particulièrement frappant de constater le manque de rationalité du mouvement anti-ESG américain : même la prise en compte des aspects de durabilité qui ont un impact financier sur les entreprises (matérialité financière) fait l'objet d'une polémique, alors que c'est inhérent à la logique du système capitaliste* »³⁹⁷.

Malgré le tollé public qu'elle a causé, l'impact de vague anti-ESG étasunienne reste à ce jour à relativiser. En effet, Strive, le gestionnaire de fonds anti-ESG lancé par VIVEK RAMASWAMY, candidat aux primaires présidentielles du Parti républicain américain de 2024, a vu ses fonds sous gestion croître rapidement mais reste à ce jour un petit acteur par rapport aux géants de l'industrie. Au niveau législatif, dix-huit Etats américains ont adopté des lois anti-ESG, tandis que d'autres propositions similaires ont échoué dans 19 États³⁹⁸.

Toutefois, on observe que les retraits de capitaux des fonds durables sont beaucoup plus importants aux USA que dans l'UE³⁹⁹. Ce contexte de vague anti-ESG en est vraisemblablement une des causes majeures.

³⁹⁵ A. M. LOWENSTEIN et J. MAG, « BlackRock tire profit de la crise climatique », *Les crises*, 29 avril 2022, <https://www.les-crisis.fr/blackrock-tire-profit-de-la-crise-climatique/>.

³⁹⁶ K. VAN HAMME, « Tariq Fancy (ex-BlackRock): "L'investissement durable n'a aucun impact, il est même nuisible" », *op. cit.*

³⁹⁷ LEBOUCHER S., *op. cit.*

³⁹⁸ B. MASTERS ET P. TEMPLE-WEST, *op. cit.*

³⁹⁹ X, « Global Sustainable Fund Flows: Q2 2024 in Review Recovery continues in Europe, but redemptions persist in other parts of the world. », *op. cit.* (voy. p. 2 du P.D.F.).

Pour en revenir à notre cher Larry Fink, ce dernier a subi de plein fouet ce nouvel élan de politisation, notamment à causes de nombreuses invectives faites à son égard par des politiciens conservateurs tels que VIVEK RAMASWAMY⁴⁰⁰. Suite à cela, celui-ci a déclaré ne plus vouloir utiliser le terme ESG⁴⁰¹. Cela illustre une tendance générale chez les gestionnaires de fonds indiciels américains tels que BlackRock : là où avant ils tentaient de pousser d'autres entreprises à agir dans ce domaine, ils se montrent à présent beaucoup plus discrets sur le sujet, afin de s'éloigner le plus possible de ces débats⁴⁰², qui mettent potentiellement en danger leur chiffre d'affaires.

Est-ce que la finance durable européenne pourrait souffrir d'une forme de contagion ? Oui et non. Selon THIERRY PHILIPPONNAT, « *Il faut toujours redouter les risques de contagion* ». En effet, le sentiment de rejet en bloc ressenti par de nombreux américains par rapport à cette thématique peut facilement se transmettre à l'électorat européen, notamment parce que « *la finance durable est un sujet que les électeurs connaissent mal car il est très difficile de l'expliquer dans le débat* »⁴⁰³.

.Quoiqu'il en soit, cette contagion ne pourra pas se produire aussi rapidement dans l'UE. Ceci est dû au fait que l'UE a pris beaucoup d'avance en matière de finance durable par rapport aux autres régions du monde et qu'elle est donc moins susceptible de revenir en arrière, au relatif consensus qu'il existe aujourd'hui sur la question climatique dans l'UE et au fait que les autorités européennes, telles que l'EFRAG et l'ESMA sont mieux protégées qu'une autorité comme la SEC des alternances politiques, ce qui assure une plus grande stabilité⁴⁰⁴. Monsieur X, de la Direction Générale Climat de l'UE, dit, dans la troisième interview faite dans le cadre de ce mémoire, qu'un cadre stable est nécessaire pour continuer la politique de finance durable et que l'Europe a ce cadre stable⁴⁰⁵.

⁴⁰⁰ B. MASTERS ET P. TEMPLE-WEST, *op. cit.*

⁴⁰¹ J. WORDLAND, « Larry Fink Takes on ESG Backlash », *Time*, 29 juin 2023, <https://time.com/6291317/larry-fink-esg-climate-action/>.

⁴⁰² B. MASTERS ET P. TEMPLE-WEST, *op. cit.*

⁴⁰³ LEBOUCHER S., *op. cit.*

⁴⁰⁴ *Ibid.*

⁴⁰⁵ Voy. Annexe II Interview 3, Monsieur X de la DG Climat de l'UE répond à l'affirmation « *So, ESG is here to stay* » : « *I don't see how we can revoke everything we've done in taxonomy etc. No, nobody is even asking for itthey have agreed on a certain baseline...it's even for many of these enterprises a competitive advantage. Alsosomething which is very important is a stable framework, incentivizing framework. I mean, if the framework and the criteria changes every commission, it would be disastrous* ».

Chapitre IV. Le risque de crise verte

Un obstacle majeur à la mise en place d'une finance qui soit réellement durable est le risque de crise verte⁴⁰⁶ inhérent à la finance durable. En effet, toucher aux investissements comporte des risques qui peuvent affecter l'économie toute entière et ce, de façon désastreuse. Ainsi, en essayant de mettre les entreprises et les acteurs financiers sur une voie plus durable, les initiatives de l'UE peuvent entraîner des répercussions imprévues aux conséquences parfois fortement dommageables⁴⁰⁷.

SECTION I. LE RISQUE D'ÉMERGENCE D'UNE BULLE VERTE

Un premier exemple d'une répercussion imprévue des initiatives de l'UE en matière de finance durable est ce qu'on appelle l'émergence d'une « bulle verte »⁴⁰⁸. En termes économiques, une bulle « *indique que le prix de certains actifs est beaucoup plus élevé que ce que les fondamentaux sous-jacents peuvent raisonnablement justifier* »⁴⁰⁹. Le risque est que lorsqu'une telle bulle explose, cela peut mener à un « moment Minsky », à savoir un « *effondrement soudain et catastrophique des prix des actifs après une période de croissance et de stabilité* »⁴¹⁰. De tels moments Minsky sont survenus à de nombreuses reprises au cours de l'histoire des marchés financiers, un des plus connus étant bien évidemment la crise financière mondiale de 2007-2008, causée notamment par l'effondrement du marché des prêts hypothécaires *subprime* aux États-Unis⁴¹¹.

Pour en revenir à la finance durable, certains affirment que les risques climatiques ne sont, à l'heure actuelle, pas suffisamment intégrés dans le cours des actions, voire sous-estimés⁴¹². Ceci pourrait, tout comme le *greenwashing*, entraîner la formation d'une « bulle climatique », où la valeur des actifs

⁴⁰⁶ A notre sens, ce terme désigne une situation où les efforts pour adopter des politiques environnementales ou des pratiques durables entraînent des conséquences néfastes pour l'économie et, par conséquent, pour la société toute entière.

⁴⁰⁷ A. GÖZLÜGÖL et W.-G RINGE, *op. cit.*, p. 152.

⁴⁰⁸ *Ibid.*

⁴⁰⁹ A. GÖZLÜGÖL et W.-G RINGE, *op. cit.*, p.155.

⁴¹⁰ A. GANTI, « What Is a Minsky Moment? Definition, Causes, History, and Examples », *Investopedia*, 6 mars 2024, <https://www.investopedia.com/terms/m/minskymoment.asp> ; E. CURRAN, « What's a Minsky Moment, and Why the Worries About One », *Bloomberg*, 23 mars 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-21/explainer-what-s-a-minsky-moment-and-why-markets-worry-about-one?embedded-checkout=true>. Pour les non-initiés, ce concept repose sur l'idée que « *les périodes de stabilité sur les marchés financiers encouragent la prise de risques à travers des investissements spéculatifs, basés sur la croyance que les prix des actifs continueront de monter. Lorsque les prix cessent d'augmenter, les emprunteurs surendettés réalisent qu'ils n'ont pas assez de liquidités pour rembourser leurs dettes et commencent à vendre leurs actifs. Cela peut déclencher une vente massive et un effondrement soudain des prix des actifs* ». Voy. X, « What is a Minsky moment? », *op. cit.*

⁴¹¹ E. CURRAN, *op. cit.*

⁴¹² K. VAN HAMME, *op. cit.*

concernés pourrait changer de manière trop soudaine, provoquant un effondrement similaire à un moment Minsky⁴¹³.

La surperformance des fonds verts dont nous avons parlé précédemment et qui s'est tarie ces deux dernières années pourrait, de façon comparable, jouer un rôle dans la formation d'une « bulle des actifs verts »⁴¹⁴. En effet, cet élan d'intérêt pour ces fonds a attiré plusieurs centaines de milliards de liquidités sans évaluation préalable des risques ou justification des fondamentaux économiques⁴¹⁵ alors que justement, comme nous avons pu l'observer précédemment, ces fonds ne traduisent pas nécessairement une performance durable ou économique supérieure à d'autres⁴¹⁶. Prenant acte de ces inquiétudes, la BRI s'est exprimée sur le sujet en 2021, en déclarant notamment qu'« *il y a des signes que les valorisations des actifs ESG pourraient être surévaluées, bien que les preuves disponibles proviennent de segments qui préoccupent indirectement la stabilité financière* »⁴¹⁷. Même si cette déclaration est assez rassurante, elle « *constitue tout de même un avertissement quant aux limites de ce que la finance durable peut et doit faire* »⁴¹⁸.

SECTION II. LE RISQUE LIÉ AUX EXIGENCES DE FONDS PROPRES BANCAIRES

Un deuxième exemple de répercussion imprévue peut survenir lorsque les banques réorientent leurs financements des activités dites « brunes » vers des activités dites « vertes »⁴¹⁹. Pour ce, faire, les banques tiennent notamment en compte le risque climatique. Ce concept de risque climatique peut intervenir à trois niveaux distincts, correspondant aux trois piliers de l'accord de Bâle II⁴²⁰ : (i) au niveau des exigences de fonds propres (« Pilier 1 »), (ii) au niveau de la surveillance prudentielle (« Pilier 2 » : le risque climatique intervient alors dans le cadre du processus d'adéquation des fonds propres⁴²¹) et

⁴¹³ A. GÖZLÜGÖL et W.-G RINGE, *op. cit.*, p. 155. ; M. CARNEY *et al.*, « The Financial Sector Must Be at The Heart of Tackling Climate Change », *The Guardian*, 17 avril 2019, <https://www.the-guardian.com/commentisfree/2019/apr/17/the-financial-sector-must-be-at-the-heart-of-tackling-climate-change>.

⁴¹⁴ E. Curran, *op. cit.*

⁴¹⁵ A. GÖZLÜGÖL et W.-G RINGE, *op. cit.*, p. 156.

⁴¹⁶ X, « La finance durable selon l'Union européenne », *PICTET Asset Management*, août 2023, <https://am.pictet.fr/terredepargne/articles/gerer-son-patrimoine/la-finance-durable-selon-l-union-europeenne#:~:text=En%20juillet%202021%2C%20en%20soutien,%C3%A0%20financer%20la%20transition%20%C3%A9cologique>.

⁴¹⁷ S. ARAMONTE ET A. ZABAI, « Sustainable finance : trends, valuations and exposures (BIS Quarterly Review, septembre 2021) », *BIS*, 20 septembre 2021, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2109v.htm. ; C. BOSLEY, « Green Investment Frenzy Runs Risk of Becoming a Bubble, BIS Says », *Bloomberg*, 20 septembre 2021, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-09-20/green-investment-frenzy-runs-risk-of-becoming-a-bubble-bis-says>.

⁴¹⁸ A. GÖZLÜGÖL et W.-G RINGE, *op. cit.*, p. 156.

⁴¹⁹ *Ibid.*

⁴²⁰ X, « Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres », *Banque des règlements internationaux*, Juin 2004, <https://www.bis.org/publ/bcbs107fre.pdf> ; X, « Les trois piliers de l'accord de Bâle II », *Le Temps*, 5 mars 2007, <https://www.letemps.ch/economie/finance/trois-piliers-laccord-bale-ii>. <https://www.bis.org/publ/bcbs107fre.pdf>.

⁴²¹ A savoir « le niveau adéquat (généralement défini par les autorités de réglementation) de fonds propres (les apports des actionnaires) qu'une banque doit détenir, en pourcentage de ses actifs pondérés en fonction des risques ». Voy. A. TANKLER, « Les ratios d'adéquation des fonds propres et d'endettement pour les nuls », *Banque européenne d'investissement*, 2 octobre 2017, <https://www.eib.org/fr/podcasts/capital-adequacy-for-dummies#:~:text=L'ad%C3%A9quation%20des%20fonds%20propres,pond%C3%A9r%C3%A9s%20en%20fonction%20des%20risques>.

(iii) au niveau de la discipline de marché (« Pilier 3 » : notamment un *stress test* climatique⁴²² est effectué). Le risque appliqué au Pilier 1 peut toutefois se révéler très préjudiciable. W.-G. RINGE exprime très bien cette idée dans son article : « *certes, les actifs bruns peuvent comporter un risque financier lié aux mesures visant l'atténuation du changement climatique, ce qui peut se refléter dans le risque de défaut et donc dans les exigences de fonds propres. Mais, au-delà de cela, traiter ces actifs de manière moins favorable et permettre aux banques d'appliquer aux actifs verts une pondération de risque inférieure simplement parce qu'ils sont « verts » peut être désastreux* »⁴²³. En effet, vu la manière dont les risques environnementaux sont actuellement intégrés dans le marché financier et la fiabilité des notations ESG en tant qu'indicateurs de risque de durabilité, prendre en compte les considérations climatiques dans les exigences de fonds propres pourrait priver les banques d'une évaluation des risques fonctionnelle.

A ce titre, l'Autorité bancaire européenne (ABE), a été mandatée par un amendement au règlement sur les exigences de fonds propres⁴²⁴ (CRR)⁴²⁵ d'évaluer « *si le traitement prudentiel spécifique des expositions liées aux actifs ou passifs subissant l'impact de facteurs environnementaux ou sociaux doit être ajusté* »⁴²⁶. Ainsi, elle a publié en octobre 2023 un rapport⁴²⁷ visant à « *évaluer la manière dont le cadre prudentiel actuel pourrait évoluer afin de mieux prendre en compte les risques environnementaux et sociaux, notamment dans le cadre du Pilier 1* »⁴²⁸. Fort heureusement, nous pouvons y constater que

⁴²² Le stress test, également appelé test de résistance bancaire est un exercice mené par une banque centrale « consistant à simuler des conditions économiques et financières extrêmes mais plausibles afin d'en étudier les conséquences sur les banques et de mesurer leur capacité de résistance à de telles situations ». Voy. X, « Stress test (test de résistance bancaire) », *La finance pour tous*, <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/crises-economiques/mecanique-des-crises/stress-test-test-de-resistance-bancaire/>. Le stress test climatique permet donc de faire de même mais cette fois-ci utilisant des scénarios liés aux risques climatiques. En d'autres termes, « alors que le stress test financier classique a pour but principal la stabilité financière, le stress test climatique se situe entre la politique de stabilité financière et la politique de transition écologique ». Il est étonnant que le climat puisse prendre place dans un cadre de politique financière alors que ce dernier est justement insensible aux questions climatiques (et même de durabilité en général, nous avons pu aborder ce point plusieurs fois déjà dans le cadre de ce mémoire). Voy. F. Baudoin, « Les stress tests climatiques, entre politique de stabilité financière et tentative de transition écologique », Université Paris Nanterre, 8 novembre 2022, https://www.veblen-institute.org/IMG/pdf/les_stress_tests_climatiques_entre_politique_de_stabilite_financiere_et_tentative_de_transition_ecologique_e.pdf (voy. p. 6 du P.D.F.).

⁴²³ A. GÖZLÜGÖL et W.-G. RINGE, *op. cit.*, p. 156.

⁴²⁴ Règlement (UE) 2024/1623 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2024 modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 en ce qui concerne les exigences pour risque de crédit, risque d'ajustement de l'évaluation de crédit, risque opérationnel et risque de marché et le plancher de fonds propres, *J.O.U.E.*, 19 juin 2024, L, 501^{quater} (tel que modifié).

⁴²⁵ X, « Exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement », *Eur-Lex*, <https://eur-lex.europa.eu/FR/legal-content/summary/prudential-requirements-for-credit-institutions-and-investment-firms.html>.

⁴²⁶ CRR, art. 501^{quater}, § 1 (tel que modifié).

⁴²⁷ X, « Report on the role of environmental and social risks in the prudential framework », *European Banking Authority*, octobre 2023, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2023/1062711/Report%20on%20the%20role%20of%20environmental%20and%20social%20risks%20in%20the%20prudential%20framework.pdf.

⁴²⁸ J. DHIMA ET Y. LUCOTTE, « Risques ESG : l'EBA publie un rapport sur le traitement des risques environnementaux et sociaux dans le pilier 1 », *AFGES*, 19 février 2024, <https://www.afges.com/risques-esg-leba-publie-un-rapport-sur-le-traitement-des-risques-environnementaux-et-sociaux-dans-le-pilier-1/#:~:text=Partant%20de%20ce%20constat%2C%20l,e%20cadre%20du%20Pilier%201.>

l'ABE fait un constat similaire au nôtre en ce qu'elle relève de nombreuses difficultés au niveau de la prise en compte des risques environnementaux et sociaux dans le Pilier 1⁴²⁹.

Parmi ces difficultés, on en retrouve forcément qui ont trait aux notations ESG. En effet, à l'heure actuelle, celles-ci ne constituent pas un indicateur de risque suffisamment fiable, c'est le moins qu'on puisse dire. Pourtant, les agences de notation ESG commercialisent leurs notations comme pouvant permettre d'identifier, de comprendre et de mitiger les risques liés à l'activité de l'entreprise notée⁴³⁰.

Une démonstration assez flagrante de l'insuffisance des notations ESG en tant qu'indicateurs de risque est qu'en pratique, elles ne remplissent pas efficacement leur rôle de signaux d'alerte lorsque les entreprises sont confrontées à de graves problèmes de gestion⁴³¹. Lors de scandales, de nombreuses entreprises impliquées avaient des notations supérieures à la moyenne, même au moment où leur cours de bourse s'effondrait⁴³². Un bon exemple d'une telle situation est l'affaire Volkswagen de 2015 dans laquelle le constructeur automobile s'est rendu coupable d'une violation du *Clean Air Act* après qu'il fut découvert qu'elle avait délibérément configuré ses moteurs diesel à injection directe turbo pour contourner le logiciel de test des émissions. Cependant, malgré cette violation gravissime des réglementations sur la qualité de l'air, la notation ESG de l'entreprise est restée très élevée et bien au-dessus de la moyenne de ses pairs durant une longue période avant d'être corrigée et même là, sa notation était loin d'être basse⁴³³. Une situation similaire s'est produite dans le cadre du scandale Wells Fargo de 2016⁴³⁴.

Ces exemples d'échecs flagrants des notations à effectuer une évaluation précise des risques démontrent à quel point se baser sur des notations ESG en ce qui concerne les exigences de fonds propres peut être désastreux. Cette situation entretient des similarités avec celle des agences de notations de crédit, qui n'ont pas permis d'anticiper de nombreuses crises de la dette des entreprises ou des Etats et ont souvent eu tendance à réagir de manière excessive et avec retard⁴³⁵.

En prenant tous ces éléments en compte, on peut légitimement s'inquiéter du fait que les facteurs ESG soient à présent de plus en plus intégrés dans les méthodologies de notations de crédit. A ce titre, « *en juin 2023, la Commission européenne a demandé à l'Esma des propositions visant à assurer que les risques ESG pertinents soient systématiquement pris en compte dans les notations de crédit. La*

⁴²⁹ Elle relève quatre principales difficultés : (i) « la disponibilité des données et la qualité des notations ESG », (ii) « le manque d'historique et la faible profondeur temporelle des notations/grades et de définition du défaut incluant des critères environnementaux et sociaux », (iii) « la non-linéarité des événements climatiques (aléas climatiques qui deviennent plus fréquents et plus intenses dans le temps » et (iv) « l'horizon temporel long (jusqu'à plusieurs décennies) pour les aléas climatiques liés au risque physique chronique (hausse des températures, du niveau de la mer, chute de la biodiversité et des ressources en eau, appauvrissement des sols, etc.) ». J. DHIMA ET Y. LUCOTTE, *op. cit.*

⁴³⁰ A titre d'exemple, Sustainalytics l'affirme haut et fort sur son site internet : X, « ESG Risk Ratings », *Sustainalytics, ESG Risk Ratings (sustainalytics.com)*. C'est également le cas de d'autres acteurs du marché des notations ESG tels que les gestionnaires de fonds.

⁴³¹ X, « Report on the role of environmental and social risks in the prudential framework », *op. cit.* (voy. p. 5. du P.D.F.).

⁴³² T. M. DOYLE, « Ratings that don't rate », *American Council for Capital Formation*, juillet 2018, https://accfcorgov.org/wp-content/uploads/2018/07/ACCF_RatingsESGReport.pdf (voy p. 15 du P.D.F.).

⁴³³ Voy. Annexe III (image n° 12).

⁴³⁴ T. M. DOYLE, « Ratings that don't rate », *American Council for Capital Formation*, juillet 2018, https://accfcorgov.org/wp-content/uploads/2018/07/ACCF_RatingsESGReport.pdf (voy. pp. 15-16 du P.D.F.).

⁴³⁵ G. DU CHEYRON, *op. cit.*

consultation est ouverte jusqu'au 21 juin prochain. À la suite d'une évaluation des réponses, l'Esma prévoit de soumettre ses conseils techniques à la Commission d'ici fin décembre 2024 »⁴³⁶.

Conclusion

Comme nous avons pu le démontrer dans le cadre de ce mémoire, l'existence de nombreux obstacles permet d'aboutir à un constat clair : l'approche de l'UE en matière de finance durable telle qu'elle est conçue actuellement ne peut pas être considérée comme « durable ». En effet, cette approche pose problème quant à ses éléments essentiels : les notations qui sont utilisées pour la caractériser ne sont pas fiables en l'état et cela ne risque pas de fondamentalement changer avec l'adoption du règlement ESG. Le SFDR souffre de nombreux défauts qui font qu'aujourd'hui, l'univers des fonds verts peut difficilement être caractérisé de la sorte et est source de beaucoup de confusion tant pour les investisseurs et les gestionnaires qui les gèrent (situation qui risque de se prolonger encore longtemps vu la longueur du processus législatif). De plus, les bases légales qui ont été adoptées souffrent de problèmes de séquençage et impliquent énormément de coûts pour les acteurs économiques européens. En outre, nous remarquons que l'investissement durable en général est loin d'être performant du point de vue financier, alors que celui-ci avait surperformé dans les premières années de son existence. Le fait que la finance durable se politise de plus en plus aujourd'hui compromet également sa capacité à fonctionner correctement, étant donné que des intérêts personnels peuvent prendre le dessus sur le bien commun et la vague anti-ESG étasunienne n'a rien de rassurant pour son avenir même si, en Europe, il semble que « *ESG is here to stay* » (« l'ESG va perdurer dans le temps ») comme nous l'affirmait Monsieur X, sustainability manager dans la société Z, interrogé dans le cadre de ce mémoire⁴³⁷. Enfin, le risque de crise verte inhérent à la finance durable peut donner des sueurs froides, surtout lorsqu'on se remémore les nombreux déboires des agences de notation de crédit aux conséquences désastreuses.

⁴³⁶ T. RAQSHAN, « L'Esma consulte sur l'incorporation des critères ESG dans les méthodologies de notation de crédit », *L'AGEFI*, 5 avril 2024, <https://www.agefi.fr/asset-management/actualites/lesma-consulte-sur-lincorporation-des-criteres-esg-dans-les-methodologies-de-notation-de-credit> ;

S. EDWARDS, « ESMA consults on possible amendments to the Credit Rating Agencies Regulatory Framework », *Securities and Markets Authority*, 2 avril 2024, [ESMA consults on possible amendments to the Credit Rating Agencies Regulatory Framework \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-on-possible-amendments-to-the-credit-rating-agencies-regulatory-framework).

⁴³⁷ Voy. Annexe II Interview 2.

Mais, plus fondamentalement, et nous avons pu le percevoir tout au long de l'analyse de ces obstacles, la finance durable, centrale à la politique de l'UE en matière de durabilité, agit comme un miroir aux alouettes, qui concentre toute l'attention et les fonds tout en mettant de côté les enjeux vraiment essentiels à la transition qui, malheureusement, ne collent pas toujours aux logiques du marché en raison du fait qu'ils ne performant pas sur le plan financier⁴³⁸.

Les mesures mises en place dans le cadre de l'approche de l'UE en matière de finance durable, précautionneusement négociées pour ne pas trop brusquer tel ou tel secteur et ne surtout pas freiner les dynamiques de marché en adressant principalement des considérations liées à la transparence ont pour résultat que certes les labels verts et les promesses en matière de la durabilité se multiplient, mais la base du système n'est pas remise en question. En effet, comme nous l'avons expliqué plus tôt, la logique même de la finance, durable ou non, est de fonctionner comme « *une grande machine à gagner de l'argent* »⁴³⁹, alors que c'est ce qui est le plus nuisible pour les enjeux de durabilité qu'on cherche justement à protéger⁴⁴⁰.

Ce faisant, l'approche de l'UE en matière de finance durable fait le jeu de grandes multinationales telles que BlackRock et MSCI qui tirent profit de ce nouveau marché de la durabilité et qui ont donc un intérêt le maintenir tel quel⁴⁴¹. TARIQ FANCY, ex-responsable des investissements durables chez BlackRock, l'exprime très bien dans ses mots : « *Larry Fink a dit clairement qu'il préférerait que les capitalistes s'autorégulent. Il prétend que les pouvoirs publics ont échoué et que la solution doit venir du secteur privé. Mais c'est dans son intérêt de maintenir le statu quo. La réponse à l'échec du marché est, selon ce raisonnement, encore plus de force de marché, tout comme le lobby des armes réagit aux tueries de masse en plaidant pour davantage d'armes pour se défendre (...) La "hype" sur les investissements durables n'est donc rien de plus qu'une manœuvre dilatoire intelligente pour que rien ne change (...) C'est pourquoi j'ai décidé de m'exprimer. Non seulement les investissements durables n'aident pas, c'est ce que j'ai constaté, mais ils sont carrément préjudiciables, car ils trompent le public en reportant les mesures urgentes. Nous perdons un temps précieux* »⁴⁴².

Sur cette base, il semble urgent de déconstruire le mythe selon lequel l'approche de l'UE en matière de finance durable, encore marquée par de nombreux défauts tant fonctionnels que structurels, pourrait être suffisante pour atteindre les objectifs de durabilité de l'UE sans intervention plus forte de l'UE et des Etats qui la composent.

Au niveau européen, nous avons déjà relevé certaines solutions en ce qui concerne les agences de notation ESG qui pourraient être développées, telles que la création d'une véritable agence européenne

⁴³⁸ C. FOURNIER, « La finance durable est inefficace et contreproductive selon des données récentes », *op. cit.*

⁴³⁹ K. VAN HAMME, « Tariq Fancy (ex-BlackRock): "L'investissement durable n'a aucun impact, il est même nuisible" », *op. cit.*

⁴⁴⁰ C. FOURNIER, « La finance durable est inefficace et contreproductive selon des données récentes », *op. cit.*

⁴⁴¹ K. Van Hamme, 17 septembre 2021 <https://www.lecho.be/les-marches/analyse/tariq-fancy-ex-blackrock-l-investissement-durable-n-a-aucun-impact-il-est-meme-nuisible/10333045.html> ; K. VAN HAMME, « Tariq Fancy (ex-BlackRock): "L'investissement durable n'a aucun impact, il est même nuisible" », *op. cit.*

⁴⁴² K. VAN HAMME, « Tariq Fancy (ex-BlackRock): "L'investissement durable n'a aucun impact, il est même nuisible" », *op. cit.*

de notation (soutenue par d'autres mesures telles que la procédure d'avis préalable de l'AEMF et la création d'un forum pour la recherche sur les méthodologies de notation)⁴⁴³.

En plus de cela, l'UE devra faire en sorte que toutes les règles adoptées en matière de finance durable soient cohérentes, notamment dans le cadre de la révision attendue de la réglementation SFDR. Simplifier les coûts inhérents à ces exigences et régler les divers problèmes de séquençage entre les bases légales sont également des mesures qui s'imposent. A ce titre, JULIA HAAKE, directrice de l'agence de notation ESG du groupe Ethifinance, a précisé, dans le contexte de la campagne pour les élections européennes de 2024, qu'« *il y a un double enjeu : d'un côté, celui de continuer à lutter contre le greenwashing et donc ne pas détricoter ce qui a été fait ; et de l'autre, celui de revoir les textes pour les simplifier, les harmoniser et réduire la charge de reporting qui freine l'innovation des acteurs* »⁴⁴⁴.

Mais, même avec de telles améliorations, l'approche de l'UE en matière de finance durable se retrouvera constamment confrontée au même problème : la logique de profit sur laquelle elle est fondée. En effet, les logiques de marché peinent à être conciliées avec des considérations relatives à la durabilité. BRUNO COLMANT, économiste et membre de l'Académie Royale de Belgique le formule très bien dans cette phrase : « *Le capitalisme néolibéral d'inspiration anglo-saxonne n'intègre pas la finitude des ressources naturelles.* »⁴⁴⁵. Cette non intégration s'explique notamment par le fait que la prime de risque⁴⁴⁶, qui mesure l'incertitude future, reste stable malgré la présence de risques bien réels tels que les menaces environnementales croissantes⁴⁴⁷. Une autre raison est le fait que la diversification des risques, qui est centrale dans le monde de l'investissement, fonctionne bien pour des risques individuels ou spécifiques à un secteur (risques idiosyncratiques) mais échoue face à des risques systémiques, c'est-à-dire des risques qui affectent l'ensemble du marché ou de l'économie, comme une crise climatique mondiale⁴⁴⁸.

Pour attaquer le problème à sa racine, il faut faire des choix politiques forts qui vont à l'encontre du système tel qu'on le conçoit actuellement. Pour cela, il faut donc réguler.

Diverses solutions pourraient donc être appliquées.

L'UE pourrait intervenir au niveau fiscal, en aidant les Etats membres à se coordonner, pour inclure les externalités environnementales dans les coûts de production : elle pourrait par exemple lever des taxes sur les émissions de carbone. Le système ETS (Emission Trading System) actuel n'étant pas très efficace, il faudrait également l'améliorer. Une autre solution est de donner des aides directes aux

⁴⁴³ Voy. *supra*.

⁴⁴⁴ S. LEBOUCHER, *op. cit.*

⁴⁴⁵ S. LEROY, « Le capitalisme doit-il s'incliner face au défi climatique ? », *L'Echo*, 15 août 2022, <https://www.lecho.be/economie-politique/belgique/economie/le-capitalisme-doit-il-s-incliner-face-au-defi-climatique/10407470>.

⁴⁴⁶ Également appelée prime de marché, celle-ci désigne « *la différence entre la rentabilité attendue de la détention du portefeuille de marché et la rentabilité de l'actif sans risque. Elle mesure le risque systématique et non diversifiable du marché* ». Voy. X, « Définition : Prime de risque », *Forvis Mazars*, <https://www.forvismazars.com/fr/fr/services/financial-advisory/glossaire-definition/p/prime-de-risque#:~:text=La%20prime%20de%20risque%20ou,et%20non%20diversifiable%20du%20march%C3%A9>.

⁴⁴⁷ B. COLMANT, « Notre maison brûle et les marchés financiers regardent ailleurs », *L'Echo*, 1 octobre 2022, <https://www.lecho.be/opinions/carte-blanche/notre-maison-brule-et-les-marches-financiers-regardent-ailleurs/10417291>.

⁴⁴⁸ B. COLMANT, *op. cit.*

entreprises qui ont des projets durables ou qui font de la recherche pour trouver des solutions durables. Des chantiers de communautés ou de sociétés en partenariat avec le gouvernement devraient être entrepris en matière environnementale et/ou sociale, comme les projets d'Horizon Europe financés actuellement par l'UE. L'UE devrait encourager les pays hors UE à adopter des programmes similaires. Au niveau étatique, la solution repose, selon B. COLMANT, sur les idées suivantes : l'intégration des externalités dans les coûts de production et de consommation des biens et services, la planification écologique d'actions coordonnées par l'Etat, la réalisation de projets cohérents grâce à un partenariat entre des sociétés privées et l'Etat (dit « modèle mixte »). L'Etat doit donc réguler et « *contraindre davantage les mécanismes de marché, parce que c'est une illusion de croire qu'avec quelques ajustements, des incitants fiscaux, on y arrivera* ». L'Etat met en place une fiscalité écologique « *qui pénalise les destructions faites à la nature* » pour que les citoyens et les entreprises adoptent une attitude responsable⁴⁴⁹.

Pour ETIENNE DE CALLATAÿ, économiste en chef chez Orcadia Asset Management, même si des pays européens comme la Belgique devenaient des modèles de vertu en matière environnementale, des problèmes globaux tels que la crise environnementale ne seront pas pour autant réglés « *parce que ceux-ci ne s'arrêtent pas aux frontières* ». En conséquence, les gouvernements nationaux n'osent pas prendre des mesures trop strictes en la matière par peur de représailles du public : « *Ils prennent donc des mesures gentilles, positives, comme des subsides pour les panneaux solaires, mais n'osent pas prendre de mesures négatives. Il faudrait une coordination internationale* ».

Enfin plus globalement, ne vaudrait-il mieux pas tout simplement reconnaître les limites du modèle de « croissance verte » qui sous-tend le cadre réglementaire de l'UE en matière de finance durable ? La croissance verte peut être définie comme « *un découplage entre la croissance et les pressions exercées sur l'environnement, grâce à l'adoption de technologies plus propres et à des moyens de production plus efficaces, qui se caractérisent par une utilisation réduite des ressources et une diminution des déchets et de la pollution* »⁴⁵⁰. Toutefois, plus le temps passe, plus on commence à observer les limites d'une telle approche. A ce titre, un examen systémique a démontré, en 2019 « *qu'il n'existait pas de preuve empirique attestant de l'existence d'un découplage absolu, global, permanent et suffisamment vaste et rapide entre les pressions exercées sur l'environnement (à la fois en matière de ressources et d'effets) et la croissance économique* ». Bien qu'il y ait aujourd'hui une décarbonation partielle, celle-ci n'est effectuée que par certains Etats au revenu élevé et n'est pas assez rapide⁴⁵¹. Le bilan est d'autant plus désastreux quand on aborde la perte de biodiversité et l'utilisation des ressources⁴⁵². Ainsi, selon OLIVIER DE SCHUTTER, Rapporteur spécial sur les droits de l'homme et l'extrême pauvreté, cette

⁴⁴⁹ S. LEROY, « Le capitalisme doit-il s'incliner face au défi climatique ? », *L'Echo*, 15 août 2022, <https://www.lecho.be/economie-politique/belgique/economie/le-capitalisme-doit-il-s-incliner-face-au-defi-climatique/10407470>.

⁴⁵⁰ O. DE SCHUTTER, « Eliminer les préjugés en regardant au-delà de la croissance », *Nations Unies*, 1 mai 2024, <https://documents.un.org/doc/undoc/gen/q24/069/71/pdf/q2406971.pdf> (Voy. p. 5. du P.D.F).

⁴⁵¹ O. DE SCHUTTER, *op. cit.* (Voy. p. 5. du P.D.F).

⁴⁵² O. DE SCHUTTER, *op. cit.* (Voy. p. 6. du P.D.F).

croissance verte ne se produit donc pas : « *La croissance verte ne se produit pas. Il faudrait certes accélérer l'adoption de technologies vertes et de modèles d'économie circulaire, mais ces solutions ne parviendront pas, à elles seules, à résoudre les problèmes à l'échelle et à la vitesse requises* »⁴⁵³. Plus globalement, il dénonce l'obsession pour la croissance économique, qui enrichit les plus privilégiés tout en dévastant les écosystèmes et les ressources de la planète. Il appelle ainsi les gouvernements et organisations internationales à abandonner le produit intérieur brut (PIB) comme indicateur principal de progrès et à privilégier les droits humains et le bien-être dans les décisions économiques⁴⁵⁴.

Mais pour adopter des politiques aussi ambitieuses à l'échelle européenne et des Etats, il faut que la politique volonté soit là. En effet, aujourd'hui on observe que le plus grand danger à la réalisation de la transition écologique se trouve hors de la finance durable : la question des objectifs de durabilité de l'UE et surtout le Pacte ne sont plus au centre des préoccupations et ont été quasiment absents de la campagne électorale européenne. THIERRY PHILIPPONNAT, économiste en chef chez Finance Watch, mentionne à cet égard que « *le projet de programme stratégique que le Conseil européen est en train d'élaborer pour la période 2024-2029, et qui sera présenté en juin, s'articule autour de trois objectifs : une Europe forte et sûre, une Europe prospère et compétitive et une Europe libre et démocratique (...)* Le sujet du changement climatique a disparu de l'agenda comme si la question était résolue... »⁴⁵⁵.

Il apparaît clairement que la politique actuelle de l'UE en matière de finance se donne uniquement pour objectif de consolider ses acquis, en clarifiant et en simplifiant quand c'est possible sans adopter de nouvelles bases légales en la matière⁴⁵⁶. Une telle « pause réglementaire » est particulièrement préoccupante car le cadre de l'UE en matière de finance en son état actuel est loin de tenir la route pour permettre à l'UE d'accomplir ses objectifs en matière de durabilité. En effet, comme nous avons pu le préciser plus haut, l'UE, en adoptant principalement des bases légales touchant à la transparence a en quelque sorte mis la charrue avant les bœufs en espérant que le reste se fasse automatiquement⁴⁵⁷. Maintenant, étant donné qu'on compte marquer un temps d'arrêt, on se retrouve uniquement avec une charrue lourde d'exigences en matière de *compliance*⁴⁵⁸ qui, toute seule, ne nous amènera pas à la transition tant espérée.

Annexe

⁴⁵³ O. DE SCHUTTER, *op. cit.* (Voy. pp. 5-6. du P.D.F).

⁴⁵⁴ X, « Un expert de l'ONU s'inquiète de la focalisation sur la hausse du PIB pour éradiquer la pauvreté », *Nations Unies*, 3 juillet 2024, <https://news.un.org/fr/story/2024/07/1146801>.

⁴⁵⁵ S. LEBOUCHER, *op. cit.*

⁴⁵⁶ *Ibid.*

⁴⁵⁷ R. COCKS et P. DEPYDT, *op. cit.*

⁴⁵⁸ Voy. Annexe II Interview 2 au cours de laquelle Monsieur X, Sustainability Manager de la société Z, a déclaré : « *Pour moi, personnellement, je pense que (...) l'ESG, ça devient de plus en plus quelque chose de compliance* ».

Annexe I : Contexte historique

Cette Annexe se donne pour objectif d'expliquer le contexte historique qui a mené au cadre réglementaire ESG de l'UE et à la situation qu'on connaît aujourd'hui. Celui-ci ne vise pas à être exhaustif mais devrait fournir un bon outil pour celui ou celle qui veut se familiariser avec le domaine de la finance durable.

I.1. RACINES

Bien avant que les appellations de finance durable, d'investissement socialement responsable (ISR) et d'ESG ne voient le jour, des considérations extra-financières existent déjà dans le cadre de certaines décisions d'investissement. En effet, ces concepts trouvent leur source dans les "listes d'exclusion" ou "codes de conduite" principalement motivés par la religion, les normes morales et les valeurs culturelles. Par exemple, au XVIII^e siècle, les Quakers⁴⁵⁹ et les Méthodistes⁴⁶⁰ aux États-Unis et en Europe excluent le recours au travail des esclaves de leurs stratégies d'investissement.

Au cours des années 1920, certaines organisations religieuses étasuniennes investissent sur base de leur foi tout en excluant ce qu'ils appellent les « actions pécheresses » (*sin stocks*)⁴⁶¹. C'est ainsi qu'en 1928 naît le *Pioneer Fund*, considéré comme l'un des premiers fonds à faire usage de critères d'investissements dits « éthiques »⁴⁶².

Comme nous pouvons constater, tous ces concepts susmentionnés trouvent leurs racines dans une logique d'exclusion, qui reste toujours très utilisée aujourd'hui dans les stratégies d'ISR⁴⁶³, qui est lui-même le précurseur de l'investissement ESG⁴⁶⁴.

⁴⁵⁹ X, « Finance responsable : quelle différence entre l'ISR et l'ESG », *Mif*, 8 novembre 2021 <https://www.mifassur.com/dossier-epargne/difference-ISR-ESG>.

⁴⁶⁰ X, « Britain, The Methodist Church in » Member Churches », *World Methodist Council*, 9 novembre 2019, <https://worldmethodistcouncil.org/member-churches/name/great-britain-methodist-church/> ; H. Fraisse, A. Jaulmes et S. Bellanger, *op. cit.*, p. 73.

⁴⁶² Créé par l'église évangéliste américaine, ce fonds a été établi pour éviter l'investissement dans des entreprises offrant des biens et services jugés moralement répréhensibles, comme celles de l'industrie de l'alcool et du tabac. Le fonds existe encore aujourd'hui et affiche une note de « AA » dans le classement ESG de l'agence de notation MSCI au 31 octobre 2022. Voy. T. AMRANE, « Une petite histoire de l'investissement responsable », *ActiveSeed*, 31 mars 2022, <https://activeseed.fr/reflexions/guide-de-linvestissement/investissement-responsable/une-petite-histoire-de-linvestissement-responsable/> ; G. SMITH, « Amundi US Celebrates 95th Anniversary of Pioneer Fund », *Business Wire*, 13 février 2023, <https://www.businesswire.com/news/home/20230213005097/en/Amundi-US-Celebrates-95th-Anniversary-of-Pioneer-Fund> ; X, « Building on our History of Responsible Investing », *Amundi*, <https://www.amundi.com/usinvestors/About-Us/Responsible-Investing>.

⁴⁶³ L'ISR est plus global que l'investissement ESG en ce sens qu'il peut ou non se baser sur les critères ESG. L'ISR exclut les sociétés qui ne répondent pas à des critères moraux et éthiques prédéfinis, même si ces sociétés ont une bonne performance financière. L'investissement ESG, quant à lui, tient compte des critères ESG des sociétés même si ces sociétés n'ont pas toujours des impacts positifs sur les personnes ou sur l'environnement. Les investisseurs ESG croient que les sociétés ayant un bon score ESG (sociétés allant vers la transition) auront une meilleure performance financière. Ce concept pourrait être davantage développé mais ne le sera pas dans ce mémoire, de manière à rester concis. ; X, « L'investissement ESG : de quoi s'agit-il? », *Etoro*, <https://www.eto.com/fr/investing/esg-investing/>.

⁴⁶⁴ X, « L'investissement ESG : de quoi s'agit-il? », *op. cit.*

I.2. DÉVELOPPEMENT

Au cours des années 1970-80, le domaine se développe de manière significative, passant d'une initiative principalement religieuse ou morale à une sensibilisation par rapport aux enjeux de responsabilité sociale et de justice⁴⁶⁵. Ce changement se déroule dans un contexte de mouvements contestataires, notamment vis-à-vis de la guerre du Vietnam et de l'apartheid sud-africain.⁴⁶⁶ En 1971, le *Pax World Fund* voit le jour⁴⁶⁷. Ce fonds, considéré par beaucoup comme étant le premier placement « responsable » accessible au public, est créé afin de permettre aux investisseurs d'exclure les entreprises productrices d'armes de leur portefeuille⁴⁶⁸.

Il est intéressant de souligner que c'est lors de cette même période que se développe le concept de RSE (Responsabilité Sociétale des Entreprises) qui est défini aujourd'hui comme « *la responsabilité des entreprises vis-à-vis des effets qu'elles exercent sur la société* »⁴⁶⁹. En effet, pour être plus précis, il convient de dépasser les seuls enjeux ESG et de les intégrer dans le cadre plus large de la RSE⁴⁷⁰.

On peut fixer le point de départ de ce concept en mars 1972, à savoir la date de publication du rapport « *The Limits of growth* »⁴⁷¹ commandité par le Club de Rome et préparé par une équipe de scientifiques de MIT. Ce dernier affirme que la pression résultant de la croissance démographique et industrielle conduirait inexorablement à l'effondrement du système planétaire, à moins que l'humanité ne fasse consciemment le choix de stabiliser sa population et sa production. Toutefois, ce rapport avait été rejeté par la communauté scientifique, politique et académique (et principalement celle des pays en voie de

⁴⁶⁵ L. L. KJAERGAARD et P. LYKKESFEDT, *Investor Relations and ESG Reporting in a Regulatory Perspective*, Palgrave Macmillan Cham, 2022, p. 247 ; X, « Historical Timeline of ESG », *Preqin*, [Lesson 5.2: History of ESG | Preqin. Academy](#) ; T. AMRANE, *op. cit.*

⁴⁶⁶ L. L. KJAERGAARD et P. LYKKESFEDT, *op. cit.*, p. 247 ; X, « Historical Timeline of ESG », *op. cit.* ; T. AMRANE, *op. cit.*. En ce qui concerne l'apartheid sud-africain, c'est notamment la campagne de désinvestissement et la pression politique croissante des acteurs mondiaux qui sont considérées comme ayant contribué à sa fin. Voy. X, « Historical Timeline of ESG », *op. cit.* ; E. Cédiey, « Comment l'affirmative action vint à l'Afrique du Sud », *Critique internationale*, 2002, pp. 145-158.

⁴⁶⁷ T. AMRANE, *op. cit.* ; X, « Our History », *Impax Asset Management*, <https://impaxam.com/aboutus/history/>.

⁴⁶⁸ Le fonds se nomme désormais *Impax Sustainable Allocation Fund*, celui-ci ayant été acquis par Impax Asset Management Group plc en 2018. Selon cette dernière, le fonds aurait joué un rôle majeur dans la naissance de l'industrie de l'investissement durable. Voy. J. LUI, « ESG Investing Comes of Age », *Morningstar*, <https://www.morningstar.com/features/esg-investing-history>.

⁴⁶⁹ Pour être plus complet « *la responsabilité des entreprises vis-à-vis des effets qu'elles exercent sur la société résultant d'un processus destiné à intégrer les préoccupations en matière sociale, environnementale, éthique, de droits de l'homme et de consommateurs dans leurs activités commerciales et leur stratégie de base et couvrant au moins les droits de l'homme, les pratiques en matière de travail et d'emploi, les questions environnementales et la lutte contre la fraude et la corruption* ». Cette définition nous permet aisément de comprendre pourquoi les concepts de RSE et de finance durable sont étroitement liés. Voy. Communication « Responsabilité sociale des entreprises : une nouvelle stratégie de l'UE pour la période 2011-2014, C.O.M. (2011) 681 final, 25 oct. 2011 ; F. G. TRÉBULLE, « L'accueil en droit des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance », *Rev. sociétés*, 2023, p. 474. Il convient toutefois d'ajouter que la définition proposée ici succède à l'ancienne définition du Livre Vert de la Commission C.O.M. (2001) qui insistait davantage sur l'aspect volontaire de la RSE. En effet, la tendance actuelle favorise de plus en plus le *hard law* au *soft law* en la matière, de manière à passer d'une simple politique optionnelle pour l'entreprise en un véritable devoir de diligence contraignant pour cette dernière (voy. not. la nouvelle directive de l'UE en matière de devoir de diligence (CSDDD) ; H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 353).

⁴⁷⁰ Bien que l'étendue de ce concept dépasse le cadre proposé, il est essentiel de souligner que ce qui est abordé ici ne représente qu'une fraction d'un ensemble plus vaste. Voy. F. G. TRÉBULLE, *op. cit.*, p. 474.

⁴⁷¹ Également appelé « *rapport Meadows* ».

développement), d'un côté pour sa mise en cause du paradigme de croissance (sacro-saint à l'époque) et d'un autre côté pour son point de vue occidental-centré⁴⁷².

Suite à ce rapport, la crise pétrolière de 1973 ainsi que de nombreuses grandes catastrophes environnementales et industrielles fortement médiatisées (Amoco Cadiz, Seveso, Boehlen, Three Mile Island, Olympic Bravery, ...) font prendre conscience du problème de l'épuisement des ressources⁴⁷³. Cette prise de conscience encourage l'ONU à mettre en place la Commission mondiale sur l'environnement et le développement en 1983 afin de définir « *un programme de coopération internationale et pluridisciplinaire sur les problèmes environnementaux* »⁴⁷⁴. Ceci aboutit, en 1987, à la création du rapport Brundtland intitulé « *Notre avenir à tous* » qui définissait le développement durable comme un développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre la capacité des générations futures de répondre aux leurs (sans toutefois mettre en cause le paradigme de croissance économique)⁴⁷⁵.

Il est également important d'ajouter que c'est lors des années 80 que se développent les ancêtres des agences de notation ESG que nous connaissons aujourd'hui et dont nous parlerons lorsque nous aborderons la question du marché des notations ESG⁴⁷⁶.

I.3. TRANSITION

Dans les années 1990, la question du changement climatique s'amplifie, ce qui entraîne l'introduction de fonds d'investissement basés sur les énergies renouvelables et le développement d'une véritable législation mondiale sur le développement durable⁴⁷⁷.

En 1992, la Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques est adoptée et signée par 154 pays à Rio de Janeiro, puis elle entre en vigueur en mars 1994. Le but principal de la CCNUCC est de « *stabiliser les concentrations de gaz à effet de serre dans l'atmosphère à un niveau qui empêche toute perturbation dangereuse d'origine humaine du système climatique* »⁴⁷⁸.

⁴⁷² Selon les critiques, ce point de vue occidental-centré ressort de plusieurs aspects du rapport. On le retrouve dans l'appréhension même de la catastrophe qui ne se situe pas dans un futur incertain mais au présent dans les pays qualifiés de « sous-développés ». On le retrouve également dans la structure du modèle mathématique du rapport : globalisé, gommant les rapports de domination pouvant exister entre groupes de pays, de sorte que cette « croissance zéro » préconisée aurait en fait pour effet de « geler » les inégalités de richesse en leur état de 1972. Enfin, ce point de vue peut également être retrouvé dans l'aspect technocratique du rapport. En effet, les auteurs, du haut de leur institution scientifique prestigieuse située dans le pays le plus riche du monde, prétendent dicter à l'ensemble du monde les « bonnes » politiques à adopter. Voy. E.Vieille-Blanchard, « Le rapport au Club de Rome : stopper la croissance, mais pourquoi ? », *Reporterre*, 15 mars 2012, <https://reporterre.net/Le-rapport-au-Club-de-Rome-stopper-la-croissance-mais-pourquoi>.

⁴⁷³ M. E. JAVIE, « Brundtland Report », *Encyclopedia Britannica*, 20 mai 2016, <https://www.britannica.com/topic/Brundtland-Report>.

⁴⁷⁴ M. E. JAVIE, *op. cit.*

⁴⁷⁵ *Ibid.*

⁴⁷⁶ Voy. M. BREIMAN, « Les agences de notation ESG, indispensables malgré leurs défauts », *Les Echos investir*, 23 novembre 2022, <https://investir.lesechos.fr/investir-responsable/ethique-esg-isr/les-agences-de-notation-esg-indispensable-malgre-leurs-defauts-1881183>.

⁴⁷⁷ X, « Historical Timeline of ESG », *op. cit.* ainsi que L. L. KJAERGAARD et P. LYKKESFEDT, *op. cit.*, p. 247.

⁴⁷⁸ X, « Historical Timeline of ESG », *op. cit.*

Toujours en 1992, le Programme des Nations unies pour l'environnement (PNUE) lance également l'initiative financière du PNUE (UNEP FI). Ce partenariat public-privé vise principalement à encourager les institutions financières à intégrer le développement durable dans leurs activités⁴⁷⁹.

En 1998, J. Elkington publie le livre « *Cannibals with Forks: the Triple Bottom Line of 21st Century Business* ». Cet ouvrage introduit le concept de « *Triple Bottom Line* », aussi connu sous le nom de « People, Planet, Profits » (PPP). Cette idée pose les fondations de ce qui deviendra plus tard les critères ESG (Environnement, Social, Gouvernance) et l'ISR (Investissement Socialement Responsable). Le livre met également en lumière les divers éléments extra-financiers à prendre en compte lors de la valorisation d'une entreprise ou d'une action⁴⁸⁰.

I.4. EXPANSION

C'est dans les premières années du XXI^e siècle qu'émerge l'impératif de définir de manière plus concrètement l'investissement responsable⁴⁸¹.

Le domaine de l'ESG grandit rapidement, avec l'introduction de stratégies d'investissement ESG cohérentes⁴⁸². Plusieurs événements majeurs dans le cadre du droit souple international témoignent de cette expansion⁴⁸³. En particulier, le premier Pacte mondial des Nations unies (PMNU), à la fois plateforme politique basée sur des principes et cadre pratique pour les entreprises s'engageant en faveur de la durabilité et de pratiques commerciales responsables⁴⁸⁴, est lancé en juillet 2000 et présenté comme un « *cadre d'engagement universel et volontaire, articulé autour de dix principes relatifs aux droits humains, aux normes internationales du travail, à l'environnement et à la lutte contre la corruption* »⁴⁸⁵. La gouvernance n'y est pas précisément citée mais la formulation de ces principes anticipe de manière significative la reconnaissance ultérieure des enjeux ESG⁴⁸⁶.

En 2004, un autre évènement-clé de cette expansion est certainement la publication du rapport de l'UNEP-FI « *The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance issues to Equity Pricing* »⁴⁸⁷ qui met en évidence la nécessité pour les investisseurs de prendre en compte les risques ESG dans leurs stratégies d'investissement. De plus, ce rapport souligne que la gestion efficace de ces problématiques a un impact positif sur la valeur des actions et suggère qu'elles devraient être considérées dans le cadre de l'analyse financière, tout en insistant sur le rôle majeur des dirigeants et des administrateurs à cet égard. La date de publication de ce rapport est décisive car elle donne

⁴⁷⁹ A long terme, ce partenariat a notamment eu pour effet une intégration des enjeux ESG dans les analyses de risque, les processus de prises de décision et les politiques d'actionnaires de ces institutions. Voy. H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 73.

⁴⁸⁰ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 73.

⁴⁸¹ T. AMRANE, *op. cit.*

⁴⁸² L. L. KJAERGAARD et P. LYKKESFEDT, *op. cit.*, p. 247.

⁴⁸³ *Ibid.*

⁴⁸⁴ X, « Historical Timeline of ESG », *op. cit.*

⁴⁸⁵ F. G. TRÉBULLE, *op. cit.*, p. 474.

⁴⁸⁶ *Ibid.*

⁴⁸⁷ X, « The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing », UNEP, 2004, https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/amwg_materiality_equity_pricing_report_2004.pdf.

naissance à l'idée selon laquelle il est nécessaire de raisonner en termes de « *performance sociale, environnementale et financière* » et d'intégrer aux définitions des obligations fiduciaires les différentes dimensions composant le triptyque ESG⁴⁸⁸.

Toujours en 2004, Kofi Annan, alors secrétaire général de l'ONU, invite 50 PDG à participer à une initiative⁴⁸⁹ dans le cadre du Pacte mondial des Nations Unies, où le terme ESG est utilisé pour la première fois⁴⁹⁰. L'année suivante, en 2005, cette initiative publie le rapport « Who Cares Wins », établissant un lien essentiel entre les critères ESG et la performance financière. Ce rapport qui s'adresse aux gestionnaires, administrateurs, investisseurs, analystes et courtiers des entreprises, insiste fortement sur l'importance d'intégrer les critères ESG, et de le faire à long terme⁴⁹¹.

Toujours en 2005, dans le rapport Freshfields, l'initiative financière du PNUE (UNEP Finance Initiative), souligne l'importance des enjeux ESG⁴⁹².

En avril 2006, suite aux rapports « Who cares win » et « Freshfields », les « Principes pour l'investissement responsable » (PRI) sont établis par un groupe comprenant les plus grands investisseurs institutionnels au monde, convoqués par le Secrétaire général des Nations unies de l'époque, Kofi Annan⁴⁹³. Ces PRI ont pour objectif d'assurer que toutes les politiques du secteur financier prennent en compte les critères ESG⁴⁹⁴. Après, le nombre de signataires ne cessera d'augmenter exponentiellement (+/- 4000 signataires aujourd'hui contre 100 au lancement)⁴⁹⁵.

En droit de l'Union européenne, c'est également dans les années 2000 que voient le jour les premiers instruments législatifs en lien avec les enjeux ESG, même s'il s'agit essentiellement d'une approche financière. On retrouve à cet égard la recommandation de la Commission européenne du 30 mai 2001 sur la prise en compte des aspects environnementaux dans les comptes et rapports annuels des sociétés⁴⁹⁶ et, en droit, la directive du 18 juin 2003⁴⁹⁷. Dans cette dernière, en son considérant 9, on retrouve le concept qu'il est essentiel en droit comptable de ne « *pas se limiter aux seuls aspects financiers de la vie en société* » afin de faire un « *exposé fidèle sur l'évolution des affaires et la situation de la société* » et qu'il faut effectuer « *une analyse des aspects sociaux et environnementaux* »

⁴⁸⁸ F. G. TRÉBULLE, *op. cit.*, p. 474.

⁴⁸⁹ X, « Who Cares Wins », *The UN Global Impact*, 2004, https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf.

⁴⁹⁰ T. KRANTZ, « The history of ESG: A journey towards sustainable investing », IBM, 8 février 2024, <https://www.ibm.com/think/topics/environmental-social-and-governance-history>.

⁴⁹¹ D. BYRNE, « What is the history of ESG? », *Corporate Governance Institute*, <https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/lexicon/what-is-the-history-of-esg/>.

⁴⁹² X, « Fiduciary duty in the 21st century final report », *Principles for Responsible Investment*, [Fiduciary duty in the 21st century final report | PRI \(unpri.org\)](https://www.unpri.org/fiduciary-duty-in-the-21st-century-final-report).

⁴⁹³ F. G. TRÉBULLE, *op. cit.*, p. 474 ; A. Macesar, « A Brief History of ESG », *Akepa*, 13 février 2024,.

⁴⁹⁴ F. G. TRÉBULLE, *op. cit.*, p. 474.

⁴⁹⁵ F. G. TRÉBULLE, *op. cit.*, p. 474 ; X, « What are the Principles for Responsible Investment? », *Principles for responsible investment*, <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment> ; B. Townsend, « From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing », *Bailard*, 2020, <https://www.bailard.com/wp-content/uploads/2020/09/History-Socially-Responsible-Investing-and-ESG-Investing.pdf> (voy p. 10 du P.D.F).

⁴⁹⁶ Recommandation de la Commission du 30 mai 2001 concernant la prise en considération des aspects environnementaux dans les comptes et rapports annuels des sociétés : inscription comptable, évaluation et publication d'informations (C(2001) 1495).

⁴⁹⁷ Directive 2003/51/CE du 18 juin 2003 modifiant les directives 76/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE et 91/674/CEE du Conseil sur les comptes annuels et les comptes consolidés de certaines catégories de sociétés, des banques et autres établissements financiers et des entreprises d'assurance.

nécessaires à la compréhension de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation de la société »⁴⁹⁸. Cette idée inspirera grandement les changements législatifs qui suivront, en obligeant la structure même de l'administration et de la gestion des sociétés à dépasser la seule dimension financière⁴⁹⁹.

En ce qui concerne le monde financier, c'est également au début des années 2000 que certaines banques et fonds d'investissements commencent à proposer des investissements plus « responsables » à leurs clients. Pour y arriver, ces institutions utilisent les critères ESG, notamment grâce au fait que ces derniers permettent de caractériser le concept de RSE, ce qui est essentiel pour effectuer des stratégies ayant trait à l'ISR⁵⁰⁰.

Ainsi, le monde de la finance se détache petit à petit de l'idée postulée par MILTON FRIEDMAN selon laquelle les investissements à orientation éthique seraient par nature moins rentables que les autres⁵⁰¹ et que la seule responsabilité d'une entreprise serait d'augmenter ses profits⁵⁰². A l'inverse, certains auteurs tels que R. Levering et M. Moskowitz qui publient tous les ans le classement des « *cent meilleures entreprises dans lesquelles travailler* » vont même faire ressortir une corrélation entre les résultats financiers des entreprises et leurs performances en matière de RSE⁵⁰³. Ceci aura bien évidemment des effets conséquents sur l'acceptation par la classe financière de cette nouvelle manière d'investir.

Il est important d'ajouter que cette expansion est accélérée par d'autres événements-clés tels que la publication du troisième rapport d'évaluation du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) en 2001 ainsi que la crise financière mondiale de 2008. En effet, cette dernière stimule l'intérêt des investisseurs pour les ressources naturelles⁵⁰⁴.

I.5. POPULARISATION

Au début des années 2010, en réaction à cette expansion et notamment à l'adoption des UNPRI en 2006, les enjeux ESG se popularisent au sein du monde de la finance et en dehors, de sorte que ceux-ci se retrouvent en tête des priorités du secteur des services financiers⁵⁰⁵. Ceci marque le début de l'ère « *mainstream* » de l'ESG⁵⁰⁶, ce qui aura une grande influence sur son évolution⁵⁰⁷.

⁴⁹⁸ F. G. TRÉBULLE, *op. cit.*, p. 476 ; considérant 9 de la directive.

⁴⁹⁹ Voy. F. G. TRÉBULLE, *op. cit.*, p. 476.

⁵⁰⁰ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, pp. 72-73.

⁵⁰¹ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 73.

⁵⁰² P. LAMBRECHT et F.-G. EGGERMONT, « Rapport de durabilité des entreprises et gouvernement d'entreprise durable » in Houben, R. et al. (dir.), *JPB - Liber amicorum Jean-Pierre Blumberg*, 1^{re} édition, Bruxelles, Intersentia, 2021, p. 375.

⁵⁰³ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 74.

⁵⁰⁴ X, « Historical Timeline of ESG », *op. cit.* ; X, « Energie: l'investissement vert a pris une place dominante en 2008 », *rtbf actus*, 3 juin 2009, [Energie: l'investissement vert a pris une place dominante en 2008 - rtbf.be](https://www.rtbf.be/actus/actualites/detail_economie_energie_linvestissement_vert_a_pris_une_place_dominante_en_2008_-rtbf.be) ; X, « Natural Resources », *Preqin*, <https://www.preqin.com/academy/lesson-4-asset-class-101s/natural-resources>.

⁵⁰⁵ X, « Historical Timeline of ESG », *op. cit.*

⁵⁰⁶ X, « Historical Timeline of ESG », *op. cit.* ; L. L. KJAERGAARD et P. LYKKESFEDT, *op. cit.*, p. 247

⁵⁰⁷ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 81.

L'ISR se banalise et la demande augmente pour des notations ESG, ce qui contribue au développement de nombreuses agences de notation comme MSCI et Sustainalytics⁵⁰⁸.

Une conséquence notable de cette popularisation est l'intégration presque simultanée de divers critères ESG, en particulier environnementaux et sociaux, dans la définition de la raison d'être de nombreuses entreprises⁵⁰⁹. En effet, ces dernières ne peuvent ignorer l'influence croissante de la société civile et des opinions publiques, qui ont un énorme impact sur les cours de bourse, notamment depuis l'utilisation croissante d'Internet⁵¹⁰ qui s'impose comme un outil essentiel pour certaines ONG et associations de consommateurs cherchant à orienter les politiques des entreprises en faveur des causes qu'elles défendent⁵¹¹.

Le début des années 2010 est également marqué par la récente sortie de la crise financière de 2008-2009, qui a eu un coût social significatif dépassant largement le simple impact sur les bilans des banques⁵¹². En effet, de nombreux États européens voient leur situation financière se dégrader, principalement en raison des nombreuses politiques de soutien bancaire décidées après 2008⁵¹³. Il en découle un intérêt croissant pour la culture d'entreprise, les conflits d'intérêts, la rémunération des dirigeants, la transparence, etc.⁵¹⁴ Ainsi, de nombreuses dispositions réglementaires sont adoptées dans le but d'améliorer les systèmes de gouvernance des entreprises⁵¹⁵.

Cette évolution de la gouvernance d'entreprise aura un impact significatif sur le droit de la communication externe des sociétés, elle favorisera la transparence, renforcera l'efficacité des marchés et promouvra l'égalité des investisseurs. On peut également y percevoir une volonté de « moraliser » les affaires. Le *reporting* ESG⁵¹⁶, qui constitue en fait une extension des obligations précédentes des sociétés en matière de transparence⁵¹⁷, prend son envol. La transparence est considérée comme essentielle pour atteindre l'objectif d'une finance durable, à savoir une finance non prédatrice soutenant l'économie réelle et les projets de long terme, qui prend en compte les externalités,

⁵⁰⁸ C. MAUS de ROLLEY, « En quoi les méthodologies de rating ESG des agences de notation diffèrent-elles ? Analyse comparative de la Chine, de l'Europe et des États-Unis. », *ICHEC Brussel management School*, https://cataloguebibliotheque.ichec.be/doc_num.php?explnum_id=292#:~:text=Ces%20ratings%20ESG%20deviennent%20de,T%20Sustainability%20Institute%20by%20ERM (voy. p. 5 du P.D.F.).

⁵⁰⁹ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 75.

⁵¹⁰ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, pp. 75-76.

⁵¹¹ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 76.

⁵¹² E. JEFFERS, « Pourquoi faut-il une finance durable et soutenable ? », *Revue d'économie financière*, 2015, p. 226.

⁵¹³ E. JEFFERS, *op. cit.*, p. 227.

⁵¹⁴ T. AMRANE, *op. cit.* ; P. ABADIE, « Introduction », in *Entreprise responsable et environnement* (sous la dir. de F.-G. Trébulle et J. Morand-Deville), 1^{ère} éd., Bruxelles, Bruylant, 2013, p. 504.

⁵¹⁵ T. AMRANE, *op. cit.*

⁵¹⁶ Également appelé *reporting* extra-financier ou *reporting* de durabilité, ce concept désigne le rapportage d'informations non financières par les entreprises. Ce dernier consiste en « la communication par une entreprise d'informations sociales, environnementales, sociétales et de gouvernance, contribuant ainsi à une meilleure transparence sur ses activités, ses caractéristiques et son organisation. En tant que tel, il constitue un fondement important de la politique de responsabilité sociétale de l'entreprise vis-à-vis de ses parties prenantes, des citoyens et de l'Etat ». Ce *reporting* peut soit être intégré au rapport financier (on parlera alors de « rapport intégré ») soit être publié séparément (on parlera alors de « rapport RSE » ou « rapport de développement durable » ou plus communément de « rapport ESG », en référence aux paramètres qu'il met en lumière). Voy. H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 442 ; X, « Le rapportage extra-financier des entreprises », *Ministère de la transition écologique et de la cohésion des territoires*, 7 février 2019, <https://www.ecologie.gouv.fr/politiques-publiques/rapportage-extra-financier-entreprises>.

⁵¹⁷ P. ABADIE, *op. cit.*, p. 504.

qui tient compte du fait que les ressources de la planète ne sont pas illimitées, qui se fixe des objectifs en matière d'emploi et de développement, etc⁵¹⁸. Esther Jeffers ajoute ambitieusement que « seule une relance de l'activité dans le sens d'une transition écologique répondant aux besoins sociaux peut permettre d'en sortir [de la crise] », ce qui agrandit de plus en plus l'écart entre la vision contemporaine et la vision traditionnelle de la finance⁵¹⁹.

Des cadres et normes internationaux, européens ou nationaux de *reporting* non financier, que les sociétés peuvent suivre si elles le désirent, voient le jour. Voici des exemples de normes : la « *Global Reporting Initiative* » (GRI), le « *Sustainability Accounting Standards Board* » (SASB) avec laquelle naît la première forme de *reporting* ESG, l'« *International Integrated Reporting Framework* » (IIRC), la « *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* » (TCFD), le « Cadre de *reporting* des principes directeurs des Nations Unies », le « Pacte mondial des Nations Unies » (« *UNGlobal Compact* »), les « Lignes directrices de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales » et la norme « ISO 26000 » (« *International Organization for Standardization 26000* »)⁵²⁰.

Parmi les différentes bases légales qui ont permis de façonner la tendance susmentionnée au niveau européen, la plus ambitieuse est incontestablement la directive 2014/95/UE du 22 octobre 2014 portant sur la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes⁵²¹ (communément appelée NFRD, à savoir *Non-Financial Reporting Directive*⁵²²). Celle-ci instaure une véritable obligation de *reporting* extra-financier (ou ESG) en *hard law* et constitue le premier jalon majeur de l'agenda politique de la Commission européenne en matière de finance durable⁵²³.

I.6. GAME CHANGERS

Les années 2015 à 2018 sont marquées par certains grands événements à portée mondiale que l'on peut qualifier de « *game changers* » parce qu'ils ont permis une conscientisation plus forte des enjeux ESG et ont grandement accéléré la mise en place de politiques ambitieuses à l'échelle nationale et internationale en la matière⁵²⁴, dont nous allons à présent évoquer les trois principales.

Le premier de ces *game changers* est la publication des 17 objectifs de développement durable (ODD) de l'ONU, conçus comme « *un appel mondial à agir pour éradiquer la pauvreté, protéger la Planète et*

⁵¹⁸ E. JEFFERS, *op. cit.*, p. 225. ; H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, pp. 352-354.

⁵¹⁹ E. JEFFERS, *op. cit.*, p. 226.

⁵²⁰ X, « Non-financial Reporting Directive », *European Parliament*, 2021, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI\(2021\)654213_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI(2021)654213_EN.pdf). Dans un souci de concision, nous n'allons pas nous attarder sur ces standards internationaux.

⁵²¹ Directive 2014/95/UE du Parlement Européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes, *J.O.U.E.*, 15 novembre 2014, L 330, pp. 1-9.

⁵²² Pour des raisons de clarté et de simplicité, nous ferons usage de l'abréviation NFRD. L'abréviation DPEF, à savoir Directive sur la Publication d'Informations Non Financières, peut également être employée mais l'abréviation précédente étant plus *mainstream*, nous ferons uniquement usage de cette dernière (ceci vaut également pour les autres abréviations issues de l'anglais présentes dans ce mémoire).

⁵²³ F.-G. EGGERMONT et P. LAMBRECHT, P, *op. cit.*, pp. 377-378. Nous ne nous attarderons pas davantage sur la directive NFRD, cette dernière étant abordée plus longuement dans le second chapitre de ce mémoire (voy. *infra*).

⁵²⁴ L. L. KJAERGAARD et P. LYKKESFEDT, *op. cit.*, pp. 246-247 ; X, « Historical Timeline of ESG », *op. cit.*

faire en sorte que tous les êtres humains vivent dans la paix et la prospérité d'ici à 2030 »⁵²⁵. Adoptés le 25 septembre 2015 après avoir préalablement été approuvés par les 193 Etats membres de l'ONU⁵²⁶, ceux-ci visent à tirer parti des acquis en matière de développement durable et à remédier à la fragmentation et à l'incohérence des approches précédentes dans ce domaine⁵²⁷. Effectivement, bien que diverses initiatives aient été mises en place, le constat unanime est que la situation socio-environnementale mondiale continue de se détériorer, notamment en raison du manque de vision globale et d'engagement⁵²⁸. Bien que ces principes ne soient pas contraignants sur le plan juridique, leur influence est telle que les politiques ESG de nombreux acteurs s'en retrouveront fortement impactées, justifiant ainsi leur qualification de « *game changer* »⁵²⁹. L'Union européenne a préparé un plan pour mettre en œuvre concrètement ces ODD à son échelle⁵³⁰.

Le second *game changer* est « l'accord de Paris »⁵³¹, un traité international juridiquement contraignant portant sur les changements climatiques adopté le 12 décembre 2015 lors de la COP21⁵³². Celui-ci se fixe comme objectif primordial de maintenir « l'augmentation de la température moyenne mondiale bien en dessous de 2°C au-dessus des niveaux préindustriels et de poursuivre les efforts pour limiter l'augmentation de la température à 1,5°C au-dessus des niveaux préindustriels⁵³³. Ce traité est un *game changer* parce qu'il modifiera la perception de la société civile à l'égard de l'économie et de la finance, nécessitant ainsi la mise en œuvre d'actions concrètes⁵³⁴.

Enfin, le dernier *game changer* que nous mentionnerons est le rapport spécial sur les conséquences d'un réchauffement planétaire de 1,5 °C (SR15), publié par le GIEC suite à une demande en ce sens lors de la COP21⁵³⁵. Approuvé le 8 octobre 2018 à Incheon en Corée du Sud, le SR15 a pour objectif de « *fournir au gouvernement un guide scientifique faisant autorité* » afin de faire face au changement

⁵²⁵ X, « Qu'est-ce que les objectifs de développement durable », *PNUD*, <https://www.undp.org/fr/sustainable-development-goals> ; T. AMRANE, *op. cit.*

⁵²⁶ T. AMRANE, *op. cit.* ; X, « Consensus Reached on New Sustainable Development Agenda to be adopted by World Leaders in September », *United Nations*, 5 août 2015, <https://www.un.org/sustainabledevelopment/blog/2015/08/transforming-our-world-document-adoption/> ; X, « Les objectifs de développement durable », *Ministère de l'éducation nationale et de la jeunesse*, <https://www.education.gouv.fr/les-objectifs-de-developpement-durable-4205#:~:text=Le%2025%20septembre%202015%2C%20193,garantir%20la%20prosp%C3%A9rit%C3%A9%20pour%20tous.>

⁵²⁷ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 81.

⁵²⁸ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 81.

⁵²⁹ T. AMRANE, *op. cit.* Il est important d'ajouter que pour assurer la mise en œuvre concrète des ODD, l'ONU va prendre d'autres initiatives, telles que le Programme d'action d'Addis-Abeba. Selon le Secrétaire général des Nations Unies, Ban Ki-Moon, ce dernier « *offre un cadre mondial pour le financement du développement durable* » et contribue à la mise en place d'un « *partenariat mondial redynamisé pour le développement durable qui ne laissera personne pour compte* ». Voy. X, « Les pays parviennent à un accord historique pour financer le nouveau Programme de développement durable », *United Nations Department of Economic and Social Affairs*, 2015, <https://www.un.org/esa/ffd/ffd3/press-release/les-pays-parviennent-a-un-accord-historique-pour-financer-le-nouveau-programme-de-developpement-durable.html>.

⁵³⁰ X, « Approche globale de l'UE en matière de développement durable », *Commission européenne*, [Approche globale de l'UE en matière de développement durable - Commission européenne \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/europa/comm/development/development_en).

⁵³¹ X, « Qu'est-ce que l'Accord de Paris? », *United Nations*, <https://unfccc.int/fr/a-propos-des-ndcs/l-accord-de-paris>.⁵³¹

⁵³² A savoir la 21^e Conférence des Nations unies sur les changements climatiques ayant eu lieu à Paris, France. Voy. X, « Qu'est-ce que l'Accord de Paris? », *op. cit.*

⁵³³ X, « Qu'est-ce que l'Accord de Paris? », *op. cit.* ; T. AMRANE, *op. cit.*

⁵³⁴ T. AMRANE, *op. cit.*

⁵³⁵ X, « IPPC Press release », *Intergovernmental Panel on climate change*, 8 octobre 2018, [Press release: Special Report on Global Warming of 1.5°C](https://www.ipcc.ch/press-release/special-report-on-global-warming-of-1-5c).

climatique⁵³⁶. Ce guide scientifique offre une synthèse des recherches existantes sur les conséquences d'un réchauffement climatique de 1,5°C sur la planète, ainsi que sur les mesures requises pour en limiter les effets⁵³⁷. En fournissant notamment aux décideurs politiques les informations nécessaires pour élaborer des politiques s'attaquant au changement climatique, le SR15 aura une influence énorme sur les différentes politiques ambitieuses dont nous parlerons dans la suite de ce mémoire, de sorte que lui aussi peut être qualifié de *game changer*⁵³⁸.

I.7. ADAPTATION DE LA RÉGULATION

Comme évoqué précédemment, les *game changers* auront pour effet d'accélérer l'adoption de politiques ambitieuses en faveur du développement durable, notamment dans le domaine de la finance durable⁵³⁹.

Au niveau européen, la Commission franchit une étape importante avec la mise en place du groupe européen d'experts de haut-niveau sur la finance durable (HLEG – *High-Level Expert Group on sustainable finance*), dont les travaux⁵⁴⁰ influenceront directement le « Plan d'action : financer la croissance durable » du 8 mars 2018 (ci-après le « Plan d'action »)⁵⁴¹. Ce plan d'action poursuit trois objectifs majeurs, à savoir « réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables en vue de parvenir à une croissance durable et inclusive », « gérer les risques financiers induits par le changement climatique, l'épuisement des ressources, la dégradation de l'environnement et les problématiques sociales » ainsi que « favoriser la transparence et une vision à long terme dans les activités économiques et financières »⁵⁴².

⁵³⁶ X, « Scientists, Governments Discuss Crucial IPCC Report on Climate Change », *EcoWatch*, 2 octobre 2018, <https://www.ecowatch.com/ipcc-report-climate-change-2609286474.html>.

⁵³⁷ P. MCKENNA, « Not Just CO2: These Climate Pollutants Also Must Be Cut to Keep Global Warming to 1.5 Degrees », *Inside Climate News*, 8 octobre 2018, <https://insideclimatenews.org/news/08102018/ipcc-global-warming-science-report-short-lived-climate-pollutants-methane-hfcs-carbon/>.

⁵³⁸ X, « IPCC Press release », *op. cit.*

⁵³⁹ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 354 ; L. L. KJAERGAARD et P. LYKKESFEDT, *op. cit.*, p. 246.

⁵⁴⁰ On fait ici principalement référence à leur rapport final du 31 janvier 2018. Ce dernier avance notamment que pour être qualifiée de « durable », une finance doit respecter deux exigences : « 1) améliorer la contribution du système financier à la croissance durable et inclusive en finançant les besoins à long terme de la société ; 2) renforcer la stabilité financière en intégrant les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (facteurs ESG) dans la prise de décisions en matière d'investissement ». Voy. X, « Final Report 2018 », *op. cit.* ; Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen et au Comité des régions du 8 mars 2018 : « Plan d'action : financer la croissance durable », C.O.M. (2018) 097 final ; A. SOTIROPOULOU, *op. cit.*, p. 248.

⁵⁴¹ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen et au Comité des régions du 8 mars 2018 : « Plan d'action : financer la croissance durable », C.O.M. (2018) 097 final ; F. G. TRÉBULLE, *op. cit.* ; H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 354 ; X, « High Level Expert Group », *Novethic*, High Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG) - Novethic ; X, « Finance durable: plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre », *Commission européenne*, 8 mars 2018, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/fr/ip_18_1404/IP_18_1404_FR.pdf.

⁵⁴² Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen et au Comité des régions du 8 mars 2018 : « Plan d'action : financer la croissance durable », C.O.M. (2018) 097 final ; F. G. TRÉBULLE, *op. cit.*, p. 477.

Le Plan d'action est déterminant car il est à l'origine d'une série d'importantes initiatives réglementaires (*hard law*) qui façonneront (et qui pour certaines façonneront déjà) le paysage de la finance durable⁵⁴³. En effet, la Commission prévoit dans ce texte de créer un système de classification unifié (taxonomie) afin de définir ce qui est durable et d'identifier les secteurs où les investissements durables peuvent avoir un impact significatif⁵⁴⁴. Elle envisage également d'établir des labels de l'UE pour les produits financiers verts, simplifiant ainsi pour les investisseurs la sélection d'investissements respectueux des critères de faibles émissions de carbone ou d'autres critères environnementaux⁵⁴⁵. De plus, elle renforce les obligations de divulgation d'informations pour les gestionnaires d'actifs et les investisseurs institutionnels, tout en clarifiant l'exigence pour ces acteurs d'intégrer la durabilité dans leurs processus d'investissement⁵⁴⁶. En outre, elle requiert des entreprises d'assurance et d'investissement qu'elles informent leurs clients en fonction de leurs préférences en matière de durabilité⁵⁴⁷. Enfin, elle projette d'intégrer la durabilité dans les exigences prudentielles⁵⁴⁸ et de renforcer la transparence en ce qui concerne la publication d'informations non financières par les entreprises⁵⁴⁹.

Également en réaction aux *game changers* susmentionnés et surtout en vue de mettre les vingt-sept Etats-membres de l'UE en conformité avec l'« accord de Paris », la Commission lance, en décembre 2019, le pacte vert pour l'Europe (ci-après « le Pacte »)⁵⁵⁰. Cette « priorité n° 1 » du mandat de la Commission von der Leyen (2019-2024)⁵⁵¹ est définie comme une « *nouvelle stratégie de croissance* » développée pour relever le défi essentiel de notre époque qu'est le changement climatique « *tout en créant des emplois et en améliorant notre qualité de vie* »⁵⁵². Il comprend une série de mesures ayant pour objectif de soutenir la transition écologique de l'Union européenne, afin de faire en sorte que chacun de ses vingt-sept Etats-membres réalisent l'objectif ultime de neutralité climatique à l'horizon

⁵⁴³ X, « Guide du plan d'action de la Commission Européenne sur la finance durable », *BNP PARIBAS*, 21 novembre 2022, [Guide du plan d'action de la Commission Européenne sur la finance durable - Securities Services \(cib.bnpparibas\)](#) ; X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *op. cit.* ; P. BÉGASSE DE DHAEM et P. LAMBRECHT, « Actualités en matière de finance durable » in *Durabilité et acteurs privés* (sous la dir. de M.-S. DE CLIPPELE, et D. MISONNE), 1^{ère} éd., Bruxelles, Larcier-Intersentia, 2024, p. 13. Ces différentes initiatives réglementaires seront abordées dans la partie de ce mémoire portant sur le cadre réglementaire de l'UE en matière de finance durable.

⁵⁴⁴ X, « Finance durable : plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre », *op. cit.*

⁵⁴⁵ *Ibid.*

⁵⁴⁶ X, « Finance durable : plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre », *op. cit.*

⁵⁴⁷ *Ibid.*

⁵⁴⁸ *Ibid.*

⁵⁴⁹ *Ibid.*

⁵⁵⁰ Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions du 11 décembre 2019 : « Le pacte vert pour l'Europe », COM/2019/640 final ; X, « Pacte vert pour l'Europe », *Conseil européen*, [Pacte vert pour l'Europe - Consilium \(europa.eu\)](#) ; E. TORGEMEN ET C. TRAVERSAZ, « « Green Deal » : que contient le gigantesque pacte environnemental que l'UE est en train d'adopter ? », *Le Parisien*, 21 avril 2023, <https://www.leparisien.fr/environnement/green-deal-que-contient-le-gigantesque-pacte-environnemental-que-lue-est-en-train-dadopter-21-04-2023-ZLBMGBGIA5G37JHKXVSYALQLJU.php>.

⁵⁵¹ H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 448.

⁵⁵² Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions du 11 décembre 2019 : « Le pacte vert pour l'Europe », C.O.M. (2019) 640 final ; H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *Comprendre la RSE, levier de transformation durable*, *op. cit.*, p. 448.

2050⁵⁵³. Parmi ces mesures, on retrouve notamment l'« objectif 55 », qui impose à ceux-ci de réduire leurs émissions nettes de gaz à effet de serre (GES) d'au moins 55% par comparaison aux niveaux de 1990 d'ici à 2030⁵⁵⁴. L'objectif de neutralité climatique ainsi que l'objectif 55 constituent une véritable obligation juridique pour l'UE et ses Etats membres depuis l'adoption de la loi européenne sur le climat⁵⁵⁵.

Pour atteindre les importants objectifs qu'il se fixe, le Pacte met en place une approche intégrée et globale, dans laquelle « *l'ensemble des secteurs* »⁵⁵⁶ pertinents jouent leur rôle afin de contribuer à l'objectif précité et de transformer l'Union européenne en « *une société juste et prospère dotée d'une économie moderne (...) et compétitive* »⁵⁵⁷. Le Pacte contient un ensemble d'initiatives englobant de nombreux domaines étroitement liés tels que celui du climat, de l'environnement, de l'énergie, des transports, de l'industrie, de l'agriculture et de la finance durable⁵⁵⁸.

En soutien au Pacte, la Commission adopte, le 6 juillet 2021, sa stratégie renouvelée en matière de finance durable⁵⁵⁹. Cette stratégie, qui repose sur les mesures du Plan d'action, a pour objectif de « *soutenir le financement de la transition vers une économie durable en proposant des actions dans*

553 X, « Pacte vert pour l'Europe », *op. cit.* ; H. Fraisse, A. Jaulmes et S. Bellanger, *op. cit.*, p. 448. Le terme « neutralité climatique » n'implique pas, comme on pourrait le croire, une absence totale d'émission de CO₂ tout le long de la chaîne de valeur (ce qui est le cas du « zéro émissions ») mais signifie en fait que les émissions générées sont compensées, de sorte qu'il existerait un équilibre entre les émissions de gaz à effet de serre (GES) produites et celles absorbées par les puits de carbone (on parle alors d'« émissions nettes zéro » ou de « net-zéro »). Voy. T. Bernoville, « Quelle est la différence entre neutre en carbone, net-zéro et climat-positif ? », *PlanA*, 30 juin 2023, [Quelle est la différence entre neutre en carbone, net-zéro et climat-positif ? \(plana.earth\)](https://www.planearth.org/fr-ch/sinformer/faq/faq-detail/que-signifie-climatiquement-neutre) ; X, « Que signifie « climatiquement neutre » ? », *Myclimate*, <https://www.myclimate.org/fr-ch/sinformer/faq/faq-detail/que-signifie-climatiquement-neutre> ; X, « Qu'est-ce que la neutralité carbone et comment l'atteindre d'ici 2050 ? », *Parlement européen*, 3 octobre 2019, <https://www.europarl.europa.eu/topics/fr/article/20190926STO62270/qu-est-ce-que-la-neutralite-carbone-et-comment-l-atteindre-d-ici-2050#:~:text=La%20neutralit%C3%A9%20carbone%20implique%20un,par%20la%20s%C3%A9questation%20du%20carbone>.

554 H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 448. Pour y arriver, le 14 juillet 2021, la Commission a adopté le paquet « Ajustement à l'objectif 55 », à savoir un ensemble de propositions visant à réviser et à actualiser la législation de l'UE ainsi qu'à introduire de nouvelles initiatives alignées sur l'objectif 55. Voy. Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions du 7 juillet 2021 : « Ajustement à l'objectif 55 » : atteindre l'objectif climatique de l'UE à l'horizon 2030 sur la voie de la neutralité climatique », COM/2021/550 final ; X, « Ajustement à l'objectif 55 », *Conseil européen*, « Ajustement à l'objectif 55 » - Le plan de l'UE pour une transition écologique - Consilium (europa.eu).

555 Règlement (UE) 2023/857 du Parlement européen et du Conseil du 19 avril 2023 modifiant le règlement (UE) 2018/842 relatif aux réductions annuelles contraignantes des émissions de gaz à effet de serre par les États membres de 2021 à 2030 contribuant à l'action pour le climat afin de respecter les engagements pris dans le cadre de l'accord de Paris et le règlement (UE) 2018/1999, J.O.U.E., 26 avril 2023, L 111, pp. 1-14 ; X, « Pacte vert pour l'Europe », *op. cit.* ; X, « Loi européenne sur le climat », *Commission européenne*, [Loi européenne sur le climat - Commission européenne \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/clima/loi-europeenne-sur-le-climat).

556 Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions du 11 décembre 2019 : « Le pacte vert pour l'Europe », C.O.M. (2019) 640 final.

557 Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions du 11 décembre 2019 : « Le pacte vert pour l'Europe », C.O.M. (2019) 640 final ; X, « Pacte vert pour l'Europe », *op. cit.*

558 X, « Pacte vert pour l'Europe », *op. cit.* A ce titre, un des aspects-clés du Pacte implique l'établissement d'un cadre de finance durable en Europe. Voy. P. BÉGASSE DE DHAEM et P. LAMBRECHT, *op. cit.*, p. 12.

559 Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions du 6 juillet 2021 : « Stratégie pour le financement de la transition vers une économie durable », C.O.M. (2021) 390 final ; X, « La finance durable selon l'Union européenne », *PICTET Asset Management*, août 2023, <https://am.pictet.fr/terredepargne/articles/gerer-son-patrimoine/la-finance-durable-selon-lunion-europeenne#:~:text=En%20juillet%202021%2C%20en%20soutien,%C3%A0%20financer%20la%20transition%20%C3%A9cologique> ; X, « Guide du plan d'action de la Commission Européenne sur la finance durable », *op. cit.* ; X, « Strategy for financing the transition to a sustainable economy », *European Commission*, 6 juillet 2021, <https://climate-adapt.eea.europa.eu/fr/eu-adaptation-policy/eu-sustainable-finance-strategy>.

*quatre domaines : le financement de la transition, l'inclusivité, la résilience et la contribution du système financier et l'ambition mondiale »*⁵⁶⁰.

L'aboutissement de toutes ces initiatives, d'un point de vue juridique, est la création d'un cadre réglementaire articulé autour de plusieurs éléments que nous examinerons plus en détail⁵⁶¹ : une taxonomie commune, des obligations de communication en matière de durabilité, une gamme d'outils visant à prévenir le « *greenwashing* »⁵⁶² ainsi que l'imposition d'un véritable devoir de vigilance aux entreprises, axé sur les thématiques ESG⁵⁶³.

⁵⁶⁰ X, « Strategy for financing the transition to a sustainable economy », *op. cit.* ainsi que *infra*.

⁵⁶¹ Sans prétention à l'exhaustivité (voy. le chapitre sur le cadre de l'UE en matière de finance durable).

⁵⁶² H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, *op. cit.*, p. 354 ; P. BÉGASSE DE DHAEM et P. LAMBRECHT, *op. cit.*, p. 12.

⁵⁶³ X, « Devoir de vigilance », *Novethic*, <https://www.novethic.fr/lexique/detail/devoir-de-vigilance.html>.

Annexe II : Interviews

Interview 1 du 14 juin 2024 avec deux gestionnaires de fonds de la société Y

Interview 2 du 18 juin 2024 avec un Sustainability manager de la société Z

Interview 3 du 19 juin 2024 avec un représentant de la DG Climat à l'Union Européenne

Interview 4 du 20 juin 2024 avec deux gestionnaires de fonds de la société A

Interview 1 du 14 juin 2024

M = Maximilian Doyle

X1 et X2 = interviewés (gestionnaires de fonds de la société Y)

M- On peut y aller !

X1- Ok, je ne sais pas comment vous voulez qu'on commence...

M- On peut commencer par une brève présentation de chacun d'entre vous.

X1- Alors je commence, X2 ? Je suis le cogérant du fond Y Value Investance qui est un fonds qui est luxembourgeois qui a trois compartiments aujourd'hui. Je suis également directeur de ce fonds-là, et c'est un fonds qui est article 8, donc je suppose que vous avez déjà bien regardé la législation à la SFDR, donc article huit doit vous dire quelque chose, je pense être à même à répondre un petit peu aux différentes questions autour de cet article-là. Et donc moi, je suis chez Y depuis un peu plus de douze ans et avant, j'ai fait notamment de la gestion discrétionnaire dans d'autres banques ou de la gestion dans des compagnies d'assurance.

M- Ca va, et bien, du coup, X1 ?

X2- Ecoute, moi, ça fait seize ans que je suis chez Y, je suis gestionnaire de fortune senior, c'est-à-dire que mon but est d'acquérir de la clientèle et ensuite de m'occuper de la gestion. J'ai eu un parcours, oui, j'ai été dans d'autres banques avant : de Groof huit ans, Puilaetco deux ans, et j'avais commencé ma carrière en tant qu'analyste, je faisais du tracking d'actuariat en Angleterre évidemment, avant, on ne parlait pas d'ESG. Donc oui, on avait peut-être une approche de ne pas mettre du tabac dans les portefeuilles parce que...

X1- c'était le maximum qu'il y avait à l'époque.

X2- Oui voilà, mais on a même connu le vice-fund était le fonds aux Etats-Unis qui avait même l'étiquette de surperformer les indices et donc était composé d'alcool,

X1- d'armes

X2- casino, armes et tabac et je crois qu'il existe encore mais

X1- je pense aussi

X2- et donc évidemment que ce fonds n'est pas éthique. Et donc, les principes ESG, on va y répondre progressivement dans le questionnaire que tu as très bien préparé, on s'est dit ah

X1- Ah, ça a été bossé !

X2- Donc, voilà, je te laisse diriger les opérations.

M- Pas de souci, maintenant, je pense qu'on peut se pencher sur tout ce qui est ESG. Donc, avant toute chose, qu'est-ce que ce terme vous évoque ?

X2- Bon, j'ai commencé, il y a des choses sur lesquelles X1 est beaucoup plus capable que moi, et moi, j'ai une vision plus large, plus de gestionnaire, moins de spécialiste que X1. Pour nous, c'est vrai que c'est beaucoup d'administratif mais c'est aussi une possibilité en étant assez positif pour la finance de participer à la transition écologique. M- Oui.

X2- Bon, on sait bien qu'il faut bien commencer quelque part, que ce principe n'est pas parfait, qu'il est amené à évoluer dans le temps et qu'il y a certainement des bonnes et des mauvaises choses. Il y a évidemment un calendrier. On se rend compte qu'il doit se mettre en place. Alors est-ce qu'il se met trop vite, est-ce qu'il ne se met pas assez vite, ce n'est jamais le moment. C'est aussi un calendrier qui peut être assez fragile d'un point de vue politique. On voit ce qui se passe en France. D'un point de vue économique, évidemment, si on a une récession après demain, c'est plus compliqué. On peut avoir aussi un niveau sanitaire qui ne permet plus de respecter ces principes, ou même du géopolitique avec des conflits à gauche et à droite sur la planète.

M- C'est vrai qu'il faut savoir que, par exemple, je pense que l'extrême droite, tout ce qui est RN, ils avaient voté contre CSRD, CSDD et cetera ou alors ils s'étaient abstenus. Donc, c'est vrai que si l'Europe se droitise, on aura à mon avis des problèmes à ce niveau-là.

X1- Bon, sachant effectivement qu'il y a eu beaucoup de législations liées à la partie ESG. Et, d'un point de vue pratique, il y a des questionnements sur la façon de mesurer et c'est un petit peu une partie des questions qui sont en-dessous, de mesurer ce qu'est un, parce qu'aujourd'hui, il n'y a pas de définition de ce qu'est qu'un investissement durable. Il n'y a personne et ça fait trois ans qu'il y a une législation et personne n'est capable de dire ce que c'est qu'un investissement durable, ce qui est quand même un gros problème. Et la communauté financière a été et est toujours d'ailleurs un petit peu dans le flou. On voit bien où on veut aller et ce qu'on attend de la communauté financière. Mais c'est un peu flou, entre guillemets, ce qu'on attend de nous et ce qui est flou également et on va le voir aussi un petit peu après, c'est les « unattended consequences » des politiques ESG qui sont menées au niveau de la finance mais je pense qu'on va voir enfin tous les effets pervers des mises en place de politique ESG qui sont en train de se faire et, ceux qui sont aux manettes et qui décident toutes ces dispositions et qui entraînent aussi des coûts pour tous les investisseurs, est-ce qu'ils ont une bonne appréhension des différents effets pervers qui sont en train de se mettre en place, en fait ?

M- Oui, c'est beaucoup abordé dans les discussions, dans les parlements et tout ça. Il y a beaucoup d'arguments qui reviennent mais ...

X1- Oui mais quand on voit la législation, on prend tout simplement les SFDR, les précontractual documents, les documents SFDR qu'on doit produire dans les annual reports etc alors, 1. c'est énormément de boulot et c'est énormément de coûts pour l'investisseur parce que c'est l'investisseur au final qui supporte ces coûts-là, 2. Est-ce que ça fait avancer le schmilblick alors c'est une bonne question, on va pouvoir en reparler quand on va parler de la façon dont la communauté financière s'est positionnée entre article six, article huit, article neuf. Certains ne jouent peut-être pas forcément le jeu et donc ce sont des coûts et peut-être pas forcément que ça rencontre le but atteint, en fait.

M- Ok, merci pour votre réponse mais maintenant que, selon vous, vous vivez un peu avec cette ESG dans la pratique de votre métier, mais à quelle fréquence êtes-vous confronté justement à ces aspects et quelle est leur importance ?

X1- Alors, donc, il y a eu la réglementation SFDR. Alors il y a eu deux réglementations. Il y a eu la réglementation SFDR qui a été publiée, sur lequel les gérants ont dû se positionner. Et il y a eu la réglementation taxonomie qui est arrivée deux ans après, je pense ?

M- Oui.

X1- et personne n'a compris pourquoi il y a deux législations différentes.

M- Il me semble que c'était un an.

X1- Oui, ou un an, mais personne n'a compris pourquoi il y a deux législations différentes donc. Mais reprenons la partie SFRD. Donc il fallait se positionner entre six, huit, neuf. Une partie du marché s'est précipitée vers l'article neuf.

M- Oui, forcément.

X1- et (rire) au bout d'un an et demi, ils se sont rendus compte que l'article neuf, c'est un peu compliqué et ça veut dire c'est des engagements et ça veut dire un certain nombre de choses, donc il y a une partie des gens et notamment les gros asset managers, les Amundi, les Crédit Mutuel, les Fortis etc qui sont passés de l'article neuf vers l'article huit.

M- Ok.

X1- Si on reprend un petit peu aujourd'hui le marché, il y a une partie des gens qui sont restés à article six, donc pas de changement. C'est horrible ce que je vais dire mais on s'en fout de l'ESG entre guillemets, alors ça veut pas dire qu'il y a pas des principes ESG qui sont appliqués mais, en tout cas, ils ne sont pas mis en avant et ils ne sont pas dans le prospectus puisque c'est ça un des points d'être article huit ou neuf, ça entraîne des grosses modifications au niveau du prospectus, alors si c'est dans le prospectus, ça veut dire que ça doit être respecté etc etc, c'est audité et il y a tout ce genre de choses, il y a un reporting qui est imposé etc. Il y a une grosse partie du marché en fait qui est passée sur l'article huit. Et l'article huit, c'est un peu low ESG, on va dire c'est-à-dire qu'il y a une politique ESG qui est en place et un des objectifs. En tout cas, il y a une prise en compte des aspects ESG dans la gestion. En gros, c'est ça l'article huit. Et je pense que, pour la commission, ce qui était important c'était que ce soit très transparent vis-à-vis des investisseurs, c'est à dire qu'un fonds qui est article huit doit avoir une politique ESG, il doit la respecter bien entendu et cette politique peut être consultée par l'investisseur et donc l'investisseur qui rentre dans le fonds sait que tel critère ESG est pris en compte dans la gestion, donc c'est ce qu'on a, nous, on a une politique ESG qui est en place pour le fonds. Donc, on est article huit, on a cette politique ESG qui est d'ailleurs disponible sur notre site internet où on a en fait deux critères : on a une politique d'exclusion et on a une politique

d'inclusion et cette politique d'inclusion, on pourra en reparler un petit peu après, mais c'est une politique d'inclusion qui est principalement basée sur les ...

M- Ca, c'est dans le cas de l'article huit, la politique ?

X1- Oui, c'est dans le cas de l'article huit, oui, mais c'est une politique d'inclusion qui est notamment basée sur les données de Sustainalytics, donc d'une agence de rating spécialisée externe, sachant qu'il y a d'autres gérants, notamment des gérants plus gros, qui eux ont leur propre département ESG, ils font leur propre analyse. Nous, on a fait le choix d'utiliser Sustainalytics, d'une part parce qu'on n'est pas cinq cents, donc on ne peut pas avoir un département ESG. Et surtout, ça donne une bonne transparence vis-à-vis de l'investisseur. Si un investisseur veut consulter comment les ratings ESG de Sustainalytics sont calculés, il y a la méthodologie qui est accessible et je vous invite d'ailleurs à jeter un oeil parce que ça répond aussi à des questions qui étaient après, qui étaient finalement la différence de méthodologie entre les différents risk-raters. Nous, on a cette politique d'exclusion et cette politique d'inclusion, l'article huit étant à mon sens quelque chose de relativement... Enfin, l'important étant d'être transparent, on a vu nous des articles huit où il y avait simplement une politique d'exclusion donc c'est de l'ESG light light light. Voilà, mais ces fonds-là sont quand même classifiés, ça veut dire que dans l'article huit, il y a tout un spectre en fait : il y a du six plus et du neuf moins, si on regarde un petit peu le spectre qui existe. L'article neuf, là, le seul objectif est un objectif ESG, quelle que soit la façon dont ce soit défini, parce que personne ne sait ce que ça veut dire en fait (rire). L'important c'est d'être transparent, mais en tout cas, le seul objectif est celui-là et il y a beaucoup de fonds qui étaient... qui se sont vite, vite, vite placés article neuf, qui ont fait marche arrière parce que - et moi, personnellement, je trouve ça tout à fait normal - ce que craint la commission, c'est qu'il y ait du greenwashing.

M- Oui, oui.

X1- Personnellement, je trouve ça tout-à-fait normal. Ce n'est pas normal que vous ayez un fonds article 9 où on prend simplement les 10% de chaque secteur. Oui, vous prenez le MSCI World, vous divisez en secteurs et vous prenez les 10% meilleurs en terme ESG. Ça veut dire que vous vous retrouvez avec du pétrole, du charbon et cetera et cetera dans un article...

M- On prend les « best in class »

X1- Voilà, on prend les « best in class ». On fait de l'ESG relatif au lieu de faire de l'ESG absolu.

M- C'est ça.

X1- Donc parfois il y avait quand même une grande déception des investisseurs...

X1- Mais c'est normal

X2- Nous, quand on rencontre un client, on doit lui faire signer depuis deux-trois ans... Dans son profil de risque, il y a des questions par rapport à l'ESG et par rapport à sa tolérance par rapport au risque ESG. Donc, non, on n'a pas une clientèle mais il y a, c'est vrai par rapport à l'âge aussi certaines personnes plus jeunes qui sont beaucoup plus touchés par les principes ESG et, ce qui peut arriver, c'est qu'elles se retrouvent dans un fonds article 9 comme on l'a dit et puis elles regardent ce qu'il y a dedans

X1- Et elles se retrouvent avec Exxon

M- Justement, c'est une de mes questions

X1- Et c'est un des gros problèmes qui est - et on en revient toujours à ce problème-là-, « c'est quoi un investissement durable ou un investissement ESG » ? Et il n'y a pas de réponse à ça.

X2- Je donne un exemple parce que c'est un exemple que je prends pour montrer à mes clients ou pour leur expliquer. Donc par exemple, ici, un fonds d'une banque luxembourgeoise, pour ne pas dire la première de la place, où on commence : première position : Unilever, alors Unilever, bon, il y a toute la partie « ice cream », il y a la partie « fishsticks » qui a déjà eu des reportages sur Netflix en disant que cette société ne respectait pas un certain nombre de normes ESG. En attendant, elle est première. Puis, c'est Kimberley Clark, c'est une société qui vend essentiellement des mouchoirs et du papier toilette. Il y a Novo Nordisk mais, après, c'est Canadian Railway donc des chemins de fer, on a ICT de nouveau dans...

X1- Et Canadian Railway est un bon exemple parce qu'une grosse partie de ce qu'il transporte, c'est du charbon donc on va dire oui c'est des chemins de fer oui mais et pour revenir et - c'était une des questions qui était après - on prend le cas de Coca-Cola. Coca-Cola, il y a du sucre. Coca-Cola, il y a du plastique etc. Sauf que Coca-Cola, il fait vivre des milliers de personnes qui vendent en Afrique etc. Alors, c'est quoi le rating ESG ?

M- Sans doute très élevé.

X1- Oui mais alors il y a du plastique et du sucre, donc (rire)...

X2- pas si élevé, c'est ...

X1- ça dépend comment on le ...juste pour dire en fait, parce que, quand je veux m'exprimer en termes de risk-ratings, la façon dont Sustainalytics travaille, c'est en termes de risque, c'est-à-dire

que, plus le risque est élevé, plus la note est élevée. Donc, parfois, l'échelle est inversée. Mais voilà, il n'y a pas de réponse. Le problème, c'est qu'il n'y a pas de réponse globale et la réponse est que chacun peut avoir une réponse différente. Et aujourd'hui, la législation ne donne pas de réponse.

X2- Il y avait eu un article dans l'Echo sur les scores de durabilité des actions du Bel 20, mais je ne trouve plus la date et donc il y avait 4 agences de notation : le SNP, Refinitive et MSCI et Sustainalytics, je pourrais te le scanner si tu veux, mais par contre je ne me souviens plus, c'est de quelle année, et donc, ils ont pris les boîtes du Bel 20 en mettant des scores et alors ça a été classé par les plus grandes divergences qu'il y avait. Bon, c'est certainement un article qui date d'il y a trois-quatre ans et il y avait par exemple quatre notations pour Sofina allant de 18 à 72 sur une échelle de 100. Il y avait Ackermans & Van Haaren, même chose, donc, là il y a de l'huile de palme mais ...

M- Plus c'est plus c'est élevé, plus il y a de risques ? ou plus c'est bas, mieux c'est ?

X2- Plus c'est élevé, mieux la performance est.

M- Ok.

X2- Donc Ackermans, Sustainalytics mettait 75-76 et SNP mettait 18, par exemple. Umicore, qui est une société qui d'un côté fait des pots catalytiques et de l'autre côté tout ce qui est recyclage.

X1- ça, c'est un bon exemple, Umicore.

X2- Umicore, là aussi, SNP a l'air beaucoup plus sévère dans ses ratings que MSCI ou Sustainalytics mais ça dépend un petit peu des autres. Donc, là il y en a un qui est à 98 ou 97 et l'autre qui est à 36. INBEV par exemple, il fait des canettes, il peut y avoir de la pollution aussi, et là, on a quelque chose qui se situe entre 30 et 85 donc, c'est quand même des écarts qui sont assez importants et donc voilà, on sait où on veut en venir et c'est pas sans risque non plus parce que c'est assez dirigiste et il y en a qui voient et qui sont sensibles par rapport à la question et d'autres qui voient le danger ou les débordements qu'on peut avoir en disant : « Monsieur, vous avez pris quatre fois l'avion cette année, vous n'avez pas de panneaux solaires, vous avez une voiture diesel, vous faites x nombre de kilomètres, je suis désolé mais les investissements, vous êtes obligé pour avoir un meilleur score, vous êtes obligés de ne prendre que des articles 9, vous n'avez pas le droit d'aller sur des articles 6 », donc ça ce sont peut-être un peu les déviations et des législations qui peuvent faire peur avec un excès de régulation. Mais je crois qu'on s'éloigne un petit peu de la...

X1- Juste pour revenir sur l'histoire des notations et là je vais passer sur la partie gouvernance. On va prendre l'exemple de Berkshire Hathaway qui est contrôlé par Warren Buffett qui en est le chairman, qui en est le créateur en fait, c'est lui qui a développé toute la société, c'est lui qui est aux manettes etc, je pense que son salaire annuel est de 100.000 dollars pour - quand on voit la capitalisation de Berkshire Hathaway aux Etats-Unis, ce n'est rien du tout- et, pourtant, les agences de notation d'un point de vue gouvernance vont donner une mauvaise note. Pourquoi? Parce qu'il contrôle le board. Oui, il contrôle le board, mais il n'a jamais essayé d'avoir les minoritaires. Quand on voit la façon dont il travaille, dont il fait ses actions, on voit qu'il a vraiment le souci du minoritaire mais certaines agences de notation vont dire simplement « ah ouais mais non, hou la la, il est au board depuis quarante ans, ce n'est pas normal » et donc on va lui donner une mauvaise notation. Si on regarde un petit peu les notations des de Berkshire Hathaway, c'est parfois un peu, enfin, personnellement, moi, je ne comprends pas forcément. Les agences peuvent être parfois un peu dogmatiques et ne pas forcément analyser la société en elle-même et simplement avoir des critères fixes et ça, ce n'est pas normal, je ne cherche pas à comprendre, je mets une croix et ce n'est pas bon.

M- Mais justement, mais il y a cet aspect-là que c'est un petit peu subjectif, un peu dogmatique, comme vous dites, il y a différentes agences qui pourraient donner un score différent, mais il y a aussi une variable que certaines personnes critiquaient. Je pense notamment à Elon Musk dans l'affaire Tesla, quand Tesla avait été enlevé d'un fonds - je ne sais plus quel article c'était - mais enfin c'était un fonds ESG. Et bien justement, il disait que « c'était un scam, l'ESG », parce qu'il y avait une mauvaise agrégation des trois piliers, c'est-à-dire que, parfois, l'environnement pouvait « undermine »...

X1- et on revient à l'histoire de Coca-Cola. C'est ça par exemple. Oui, il y a du plastique. Oui ben il y a du plastique très bien, mais alors qu'est-ce que je fais de tous les gens qui vendent du Coca ?

M- Exactement, Oui

X1- Tous ces gens qui échappent à la pauvreté grâce à ça ? Je m'en fous parce qu'il faut absolument qu'il n'y ait pas de plastique ? Et c'est super dur de faire un choix entre les deux. Et la réalité, c'est qu'on ne peut pas faire de choix. C'est chacun qui doit avoir son propre choix. Or, dans un fonds, on est agrégateur finalement des différentes sensibilités. Et c'est pour ça que nous, ce qu'on a décidé, c'est d'être le plus transparent et d'avoir le moins d'impact. Donc, on a des règles sur la façon dont notre ESG framework fonctionne et on ne veut pas dire : « ah oui typiquement le cas de Berkshire Hathaway, nous, on pense que c'est une super boîte, c'est super bien géré quoi qu'on dise les raters ESG », ce n'est pas pour ça qu'on va dire : « Sustainalytics a dit que le risque est à 40 mais, en fait, non, le risque il est à 20 », ça c'est quelque chose que nous on a choisi de ne pas faire. Certains le

font, certains ont leur propre rectification des ratings ESG. Nous, on a fait le choix de dire : « on veut être neutre par rapport à ça ». Allez voir la politique ESG de Sustainalytics, alors, je ne sais pas si beaucoup de gens sont allés voir, mais allez voir la politique de Sustainalytics, ils sont spécialisés là-dedans, et je peux envoyer à X1 qui peut vous envoyer un exemple de rapport sur une société et, là, on voit bien la façon dont Sustainalytics apprécie les différents critères ESG parce que, pour eux, les critères ESG, ce n'est pas forcément dogmatique, ça, c'est bien, ça, ce n'est pas bien, etc, c'est « quel est le risque de tel pan » et « comment est-ce que ce risque est managé ? Est-ce que le board a pris en compte ce truc-là ? Et donc la façon dont fonctionne Sustainalytics, c'est : telle société, si elle ne faisait rien, elle aurait un risque de 30 et il y a ça, il y a ça, il y a ça, et en fait le risque de 30 est réduit à 17. Oui, c'est un petit peu ça, la façon dont fonctionne Sustainalytics.

M- Mais aussi on voit, comme vous mentionnez là, on voit qu'il y a beaucoup de divergences dans le mode de fonctionnement de tous ces raters.

X1- Enormément.

M- Et est-ce que, selon vous, justement, l'Union européenne devrait agir pour les coordonner mieux ou ... ?

X1- Alors, ça, je ne pense pas que l'Union européenne veuille le faire parce que, si elle voulait le faire, et honnêtement, moi, j'aurais été bien plus à l'aise s'ils avaient dit « vous n'avez pas le droit de faire ça » ou « vous avez le droit d'investir dans le pétrole à hauteur de 20% ou tac tac tac » plutôt que de laisser chacun entre guillemets choisir, être alors soi-disant transparent avec les investisseurs, et tout le monde est transparent avec les investisseurs parce que c'est dans le prospectus, c'est dans les reportings etc, moi, je voudrais juste savoir combien d'investisseurs sont allés lire le prospectus, sont allés lire les annexes SFDR, sont allés lire l'annexe SFDR dans les rapports annuels.

M- Pas tellement, à mon avis.

X1- Moi, je pense que c'est quelque chose qui est utilisé par exemple par les gens qui font du fonds de fonds etc, donc les spécialistes qui font de l'analyse de fond. Mais si vous êtes dans le Belfius European Equity, moi, je défie quiconque de me dire, alors qui est probablement article 8, parce que le commercial dans l'agence d'Ottignies a vendu de l'article 8, mais je défie quiconque de me dire que la personne qui était à l'agence d'Ottignies est allée voir le prospectus et aller voir les reportings.

M- Oui, donc il y a un problème en pratique de mise en place.

X1- Moi je pense qu'il y a clairement un problème en pratique et si on regarde, c'est une inflation du prospectus, le rating, enfin, les précontractual SFDR, je pense que c'est en termes de pages et déjà, un prospectus, il faut le lire hein, c'est énorme, je pense que ça fait la moitié du prospectus en plus. Qui lit ça ? Alors, on va me dire « oui c'est pour protéger l'investisseur etc ». Et c'est vrai : celui qui s'y intéresse peut aller voir, il a toutes les réponses, ça c'est vrai. Mais qui va lire ça ? Je vais juste aller voir combien notre prospectus fait parce que je ne sais même pas quelle est le nombre de pages de notre prospectus.

X2- Et puis, il y a l'Union européenne et puis il y a le reste du monde.

X1- Ca, c'est encore autre chose.

M- Ca, c'est encore autre chose.

X2- L'Europe fait des efforts alors si le reste du monde n'en fait pas... Et, en plus de ça, on se marginalise de plus en plus !

M- Oui.

X2- Le PIB de l'Europe par rapport au PIB mondial n'a fait que baisser, donc je pense qu'on représente 17%, alors, quand on décide de mettre des sanctions à la Russie dans tel ou tel domaine, bon, alors on représente 17%, il reste 83% qui ne fait pas grand-chose ou qui fait en tout cas beaucoup moins.

M- Mais je pense qu'on est un des plus grands marchés exportateurs et importateurs

X1- On exporte surtout de la réglementation ! Donc, l'ancien prospectus faisait 62 pages avant les annexes SFDR et aujourd'hui, il en fait 88.

M- Ah oui, oui.

X1- Honnêtement, qui va lire ça ?

M- Mais alors, est-ce que l'Union européenne devrait peut-être simplifier ces normes pour les investisseurs ou ... ?

X1- Je pense qu'il faut que les..., après je ne travaille pas au bâtiment du Berlaymont, donc ce n'est pas à moi à dire quoi que ce soit. Si vraiment, ils veulent faire quelque chose, qu'ils le fassent, qu'ils imposent des règles et peut-être même des règles plus dures, ce qui veut dire aussi qu'il y aura des problèmes, comme le dit X2, de concurrence vis-à-vis du reste du monde mais là, on est un petit peu dans un entre-deux et on est dans un..., je vais prendre un cas mais hyper bête, le cas dans la réglementation SFDR, il y a un tableau où on doit dire les ..., on peut parler de la taxonomie aussi. Ah il y a un tableau qui dit « il y a autant qui est aligné avec la taxonomie, il y a autant qui est hors

taxonomie etc etc etc ». Alors, hop, une fois qu'on a fait ça, derrière, on va dire « Ah ouais mais attendez parce que les Français et les Allemands se sont battus sur la partie du nucléaire et des gaz fossiles » donc, finalement, dans la partie alignée, donc le gaz fossile et le nucléaire, c'est aligné mais on va faire une sous-catégorie sur le nucléaire et le gaz fossile et après, alors je vais poser une bonne question qui est : tout ça, c'est très bien pour les entreprises, on peut dire « telle entreprise, elle fait du gaz, telle entreprise, elle n'en peut pas etc ». Et, les états, comment est-ce qu'on catégorise les états ? Personne ne sait comment on catégorise les états, donc on va faire un tableau à côté ou on fait d'abord un tableau sans les sovereign bonds et après, on fait encore un tableau avec les sovereign bonds.

M- Oui.

X1- c'est..., voilà quoi.

M- Et j'ai peut-être une autre question : en pratique, qu'est-ce qui se passe ? Si, par exemple, il y a des clients qui viennent vers vous, qui se renseignent, j'aimerais investir bla bla bla, est-ce que vous les encouragez à investir dans ces fonds ou qu'est-ce que vous faites en pratique pour les mener vers cette démarche ESG ?

X1- Je peux peut-être répondre et, X2, tu peux peut-être compléter derrière, déjà, on a des obligations légales si une personne, donc nous on fait de la gestion discrétionnaire à la base, donc une personne veut ouvrir un compte de gestion discrétionnaire, il y a, X2 l'a dit précédemment, il y a un certain nombre de réglementations qui s'appliquent et de la même façon qu'on évalue le profil de risque du client, on va en un sens évaluer son profil ESG. Alors, ce qui est assez drôle parce qu'aujourd'hui, on évalue un profil ESG, c'est très bien, mais il y a, je ne sais pas si vous avez vu, la réglementation liée au PIE (Principal Adverse Impact) où le client peut très bien dire « moi, je suis très sensible à la biodiversité », il y a un autre qui va dire « je suis très très sensible au CO2 » etc etc. Et donc, quand on fait le mandat de gestion discrétionnaire, théoriquement, il faudrait différencier « celui-là, c'est la biodiversité, alors on va acheter telle action, telle action, telle action » et on peut se poser la question du choix de l'action vis-à-vis de la demande en termes de PIE. Mais ça complexifie énormément la chose et la façon dont, nous, on pense, ce n'est pas à nous de conseiller le client d'aller vers une formule ou une autre, il peut c'est tout à fait normal qu'il ait sa sensibilité et on essaye de l'aider à remplir, enfin, à être satisfait vis-à-vis de sa sensibilité mais je ne pense pas que ce soit notre rôle de lui imposer ou voire même de lui conseiller « l'article 9 c'est bien, il faut absolument aller dans de la micro-finance », ce genre de choses-là, quoi! Enfin je ne sais pas, X2, tu peux peut-être me détromper là-dessus...

X2- Non, c'est très compliqué, puisque, comme je le disais avec l'exemple du fonds qui est en article 9, il est fort probable que le client très sensible à ces caractéristiques durables, me dit : « oui, mais, moi, ce n'est pas du tout ça que j'avais en tête parce que là-dedans, non, c'est compliqué moi, parfois, on me pose des questions : « est-ce que vous avez des boîtes d'armement? ». Il y a quelques années, il fallait bien sûr dire non. Alors, si c'est une boîte d'armement qui fait de la défense et qui est vendue à tel ou tel groupe, c'est autre chose que si c'est une société qui fait de l'attaque. Est-ce qu'aujourd'hui une société qui fait du software pour des drones, est-ce qu'elle est estampillée grave ou pas grave ? Est-ce qu'un terroriste qui se balade avec un iPhone ou qui est relié à une bombe ou autre, c'est ESG ? C'est quand même quelque chose d'assez compliqué, sans compter qu'on peut prendre aussi le cas par exemple de Ryanair. Ryanair, c'est une boîte qu'on a eu en portefeuille pendant quand même un certain temps, alors qu'il faut savoir : oui, Ryanair, on n'aime pas, c'est du low cost, il y a parfois des vols qui sont annulés. Mais pourquoi les vols sont annulés ? Parce que l'avion n'est pas plein. Si l'avion n'est pas plein, c'est qu'il n'est pas rentable, donc il ne décolle pas. Première chose donc l'avion doit être plein parce que sinon effectivement, on ne respecte pas du tout les critères ESG. Deuxièmement, ils ont une flotte de 400 avions qui sont tous des avions de dernière génération donc censés polluer le moins. Donc, là, on a vraiment le cas d'un « best in class » mais effectivement, c'est quand même du low cost, est-ce que partir en vacances pour 50 euros, un autre paiera peut-être 180, mais voilà.

M- C'est un peu spécial quand on y pense si on se dit que Ryanair, c'est un « best in class ».

X1- Donc, effectivement, on en revient à la question alors si on dit « oui, oh la la, les trajets aériens, ce n'est pas bien, il faut les interdire, vous n'avez pas le droit de les financer », d'accord, mais les gens prennent l'avion quand même, quoi ! Donc, si on veut prendre cette décision de dire « les voyages aériens, ce n'est pas bien », il ne faut pas aller dire à la communauté financière « n'investissez pas dans les voyages aériens », il faut dire : « on arrête les voyages aériens ».

M- Oui.

X1- C'est voilà et ça, ça ne se passera jamais bien entendu.

M- Bien entendu.

X2- D'un point de vue économique, d'une part, il y a des accises; d'autre part, il y a tout un écosystème touristique d'un pays qui vit de ça. Troisièmement, aussi, si vous allez sur Ryanair, vous pouvez compenser vos émissions,

X1- On peut en discuter d'ailleurs récemment justement sur les quotas de substitution de gens qui participent à ça.

X1- Mais, quand la SFDR a été publiée, on a eu l'impression qu'en fait, c'était une façon pour les politiques d'imposer certaines choses au comité financier parce qu'il ne voulait pas faire de décisions trop impopulaires, c'est un peu ça qui s'est passé dans le SFDR, c'est un peu : « les financiers, ce sont des méchants donc ce n'est pas grave » mais voilà, c'est un peu aussi une des impressions finalement qu'on a eues et je reviens sur les effets pervers de la législation. On va prendre Total, par exemple. Total, admettons « Oh la la, ce n'est pas bien, ils font du pétrole, Oh la la, vous avez vu, ils ont des champs pétroliers en Irak. Très bien. Le pétrole, ce n'est pas bien, il vaut mieux faire du gaz. Qu'est-ce que fait Total ? Il va vendre ses champs pétroliers en Irak et il va investir, peu importe, dans des champs de gaz à droite à gauche peu importe, mais à qui il vend ? Les champs pétroliers ne sont pas fermés, hein ! C'est vendu et c'est souvent vendu aux sociétés pétrolières nationales et, les sociétés pétrolières nationales, personne ne les contrôle d'un point de vue ESG, donc on passe d'un acteur qui a des champs pétroliers sur lequel on peut avoir une influence à un autre acteur qui s'en fout complètement. Donc, pour améliorer la note de Total, on a finalement rendu la partie ESG moins ..., disons qu'on aura moins de pression sur l'exploitant du champ, ce qui a un effet pervers mais complet quoi ! Et on a le cas où, par exemple, les champs de gaz aux US qui sont en fin de vie. Mais qu'est-ce que font les sociétés : plutôt que de fermer le champ de gaz, elles le vendent à un acteur qui n'est probablement pas coté, lui, il va exploiter ce qui reste du champ gazier mais, après, il va se barrer, alors que, si vous avez Exxon ou Chevron ou je ne sais quoi, lui, il va fermer le puits de façon correcte. Donc, on a parfois des effets pervers liés au fait que les sociétés, pour améliorer leur propre rating, elles empirent finalement la situation.

X2- C'est la même chose pour beaucoup de choses. Bien sûr, c'est la même chose dans l'industrie automobile où on va vers une transition de voiture plus propre. Or il est bien prouvé que la meilleure des voitures, c'est celle qu'on n'achète pas. Avec les éoliennes, c'est la même chose : qui va gérer dans vingt ans la dalle de béton qui se trouve dans le champ ? Qui va recycler les pales qui sont faits en matériaux composites ? Donc, il y a quand même des effets pervers et cette sur-réglementation fait fuir des gens ils disent « non, moi, je trouve trop compliqué de faire de l'article 9 ». Maintenant, on nous a demandé de remplir un bottin de questions et de réglementation. Nous, on va continuer dans la même direction mais sans avoir le stempel de l'article 9 parce qu'on arrive à l'expliquer à nos investisseurs directement, donc c'est clair qu'une fois qu'on accepte ces principes ESG et qu'on décide de s'y soumettre, on rentre dans un environnement réglementaire beaucoup plus important. Donc, ce surplus de réglementation

X1- est beaucoup plus cher pour l'investisseur aussi. On peut parler sans fin de ce sujet. Est-ce que tu ne veux pas qu'on reprenne un petit peu le canevas de de ton questionnaire ?

M- Justement, j'allais poser une question qui était un peu en lien avec ça, qui était dans la troisième partie plus pratique du métier. Y a-t-il vraiment un lien entre cette performance ESG et cette performance financière ?

X1- La réponse, c'est qu'on ne sait pas

X2- La réponse, c'est qu'on ne sait pas mais j'ai déjà lu des articles qu'il peut effectivement y avoir une corrélation importante, en tout cas une décorrélation, je pense que c'était l'année passée, parce que tu as des indices qui suivent les fonds ESG. Et je crois que c'était l'année passée, on a quand même eu des performances boursières qui étaient plus que correctes, quasi au-delà de 10% dans beaucoup d'indices et je pense que l'indice MSCI Sustainable X, Y, Z était négatif parce qu'il n'inclut pas un certain nombre de choses, il y a effectivement des choses qui sont fermées même dans la techno, parce que le cloud est quelque chose qui peut consommer énormément, le bitcoin c'est ...

X1- Ca c'est une horreur

X2- 1. tout ce qui est AML qui peut favoriser tout ce qui est terrorisme et black market et autres, et les gens qui ne sont pas en règle avec la législation, ça peut les favoriser comme des moyens de paiement d'autre part, il y a tout ce mining qui consomme énormément d'énergie. Donc, ce n'est peut-être pas un futur proche non plus d'un point de vue ESG de discuter de tout ce qui est bitcoin et autres

X1- Juste pour revenir sur ce point-là, c'est un bon point, et donc effectivement la composition sectorielle d'un sustainable quoi que ce soit est fortement différent d'un indice global. Donc, la performance va être aussi influée par ce biais sectoriel finalement et l'autre point aussi, c'est qu'il y a des effets de bulle qui se produisent. Pourquoi ? Admettons que tout le monde va aller dans l'article 9, cet argent doit aller quelque part, il va vers

X2- pouvant être limité à un afflux d'argent, ce qui peut créer une bulle qui peut pousser le secteur à un moment donné et potentiellement évidemment un dégonflement de la bulle par après. Donc, c'est ce qu'on a vu sur les Vestas et autres sociétés

X1- C'est exactement ça

X2- qui vivent dans l'éolien et donc voilà, au même titre qu'aujourd'hui, il y a des grands fonds et les plus grands fonds sont des fonds nordiques qui s'interdisent de rentrer sur des sociétés qui sont actives dans tout ce qui est fossile, donc dans le pétrole et autres. Et on pourrait imaginer qu'à cause de ça, les sociétés se payent moins cher en termes de valorisation que d'autres sociétés qui seraient beaucoup plus ...

X1- et soient potentiellement un meilleur investissement, enfin, c'est si je parle d'un point de vue purement financier parce que, finalement, l'article 6, 8, 9, c'est pousser le required return des activités sales à la hausse et pousser le required return des activités propres à la baisse. Donc si on en arrive là et, si on a une vision cynique et purement financière, peut-être que j'ai intérêt à aller acheter la mine de charbon dans les Appalaches parce que ça ne vaut rien puisque mettons 80% des investisseurs ont le charbon dans leur liste d'exclusion donc il y a un crowding. Les investisseurs dans cette industrie-là ne sont pas nombreux, donc finalement ils peuvent demander aussi un return on investment beaucoup plus élevé.

M- Oui, donc, il y a peut-être aussi un risque, comme l'investissement va tout le temps vers les mêmes sources dans cette grosse bulle verte, il y a un risque que l'argent n'aille pas dans des secteurs peut-être plus essentiels parfois aussi.

X1- Potentiellement, si tout le monde va vers l'article 9, il y aura beaucoup d'argent dans les micro-prêts, dans les éoliennes et les trucs comme ça, mais il n'y aura pas d'argent pour l'agriculture, etc. Le SFDR, c'est une façon de tordre l'allocation de capital, c'est une façon de tordre l'allocation de capital global du marché.

M- Si c'est mal fait justement, ça peut être très problématique parce que, quand on touche à l'investissement, on touche potentiellement à l'économie.

X1- Ça a d'énormes conséquences, bien sûr.

M- Oui, oui, oui parce que, par exemple, quand vous mentionnez l'agriculture mais c'est vrai qu'il y a tout ce qui est produits chimiques qu'on emploie dans l'agriculture et forcément, ça va souvent faire l'objet d'exclusions dans ce type de fonds à cause de ça

X1- et donc on ne finance plus cette partie-là ?

M- Oui, c'est ça, parce que d'un coup, justement, on a des crises d'agriculteurs, on a des révoltes et tout ça. Et donc forcément, par rapport au contexte actuel, ces normes ne sont pas vraiment cohérentes si on veut soutenir ces agriculteurs.

X2- Elles ne sont pas cohérentes, mais elles ont quand même le- ça, c'est l'aspect quand même extrêmement positif de l'ESG parce qu'on brosse quand même beaucoup de difficultés et de problèmes- mais il y a quand même quelque chose qui est très très important, c'est cette pression qu'on met sur les gestionnaires et indirectement donc sur les sociétés, puisque nous, on va aller acheter des actions ou des sociétés qu'on estime responsables, d'une part parce que c'est notre modèle, parce qu'on a envie de vivre dans un monde plus propre, parce qu'on est conscient de ce qui s'est passé, qu'on est conscient des cancers que ça peut provoquer.

X1- Quand on évalue une société, c'est aussi un risque. La partie environnementale, il ne faut pas croire qu'avant l'ESG, personne ne regardait à cette partie-là. C'était déjà un risque et c'était un risque qui, logiquement, devait être déjà pris dans l'évaluation des sociétés. X2- Mais les grosses boîtes aujourd'hui en sont conscientes. Il n'y a pas un site de société sur lequel on ne parle pas des aspects ESG. Une société comme Delhaize, ils ont une transition qui va aller gérer la pollution des camions, les frigos, les déchets, plein de choses parce qu'aujourd'hui, on doit vivre dans un monde plus respectable et plus propre en tout cas et on a cette volonté de le faire. Et aujourd'hui, il y a plus que l'appât du gain qui compte. Il y a quand même ces principes. Je ne pense pas que ce soit une hypocrisie. Ils sont là ces signaux ou ces actionnaires ou ces gens sont quand même responsables et savent que, si on veut avoir une vision à moyen ou long terme, on ne peut pas faire sans, parce qu'on est dans un secteur où il y aura de la déforestation, on est dans un secteur où il y aura ceci, il y aura cela et on sait qu'à un moment donné, à long terme, ils seraient menacés et qu'ils vont faire mettre des choses en place. Et oui, il y a eu des dérives. Il y a eu des usines chimiques qui ont explosé en Inde, il y a eu des pétroliers qui se sont écrasés. Il y a eu plein de choses qui se sont passées et je pense qu'il y a quand même une prise de conscience. Et là, quand on touche des gens qui veulent faire des investissements, nous, on a quand même une base de gens, d'abord ils sont souvent belges ou Luxembourgeois, ils sont quand même confrontés à un certain nombre de choses. Ils sont sensibles à la chose, mais ils se rendent bien compte que cette réglementation est loin d'être parfaite. Et en fait, c'est du bon sens. Mais le bon sens, c'est difficile d'aller mettre un rating sur le bon sens et

c'est ça, en fait, le problème, c'est que tout le monde est d'accord pour ces principes ESG et tout le monde trouve ça très bien. Mais c'est difficile d'aller réglementer le bon sens et même le bon sens, on parlait d'autre chose, mais c'est quand même assez proche aussi. C'est le bon sens, c'était agir comme un bon père de famille. Et puis l'étiquette du bon père de famille, surtout en Belgique, c'était la société Fortis qui a coulé en 2008 et donc, on ne peut plus parler, quand on dit une action bon père de famille, c'est mal vu. Et là aussi, il y a d'autres critères dont je ne vais pas rentrer. Normalement, On ne peut même plus dire « bon père de famille » parce que c'est mal vu. Il faudrait presque dire « bonne mère de famille ».

M- (rire)

X2- C'est un notaire qui me l'a soulevé : non, on ne peut plus dire en droit bon père de famille, parce qu'il y a des critères...

M- Non, ce sont « des personnes prudentes et diligentes ».

X2- C'est vrai que de temps en temps, ça nous fait marrer parce que, nous, on est une petite dizaine dans notre société et on devrait avoir dans le board six ou sept personnes, une parité hommes et femmes et trouver quelqu'un qui..., ce qui serait bien, c'est une femme de couleur,

X1- sourde et muette. (rires)

X2- sourde et muette. Et voilà. Et, pour finir, on va l'engager pourquoi ? Pas pour ses capacités mais pour ça. Et là, on est dans le greenwashing. Une bonne transition serait d'arriver à quelque chose qui ait du bon sens et que ce ne serait pas juste un coup de peinture sur les arcades du logo de McDonald où on va mettre plutôt le fonds en vert plutôt qu'en rouge.

M- Est-ce que dans la pratique de votre métier vous avez déjà constaté chez des autres gestionnaires des cas apparents de greenwashing de certaines sociétés ?

X1- Greenwashing, non, il y en a qui mordent un peu la ligne quand on prend un article 8 avec une liste d'exclusion avec gros comme ça, oui, bon, ça, je trouve que c'est un peu max quoi.

X2- United Colors of Benetton aussi : il faut un panel de gens qui soient représentatifs et qui donnent un certain nombre de choses. Tu vas sur le site de De groof Petercam, tu vas voir une petite fille qui court dans les blés avec des panneaux solaires et trois éoliennes dans le fond, parce que c'est joli, parce que c'est beau, mais ça fait partie du marketing. Alors est-ce que ça, c'est du greenwashing ?

Oui, peut-être,

M- ça dépend ce qu'ils font exactement, mais ça peut....

X2- Et il suffit de regarder les publicités. Tu prends la publicité d'Unilever pour « Dove ». Unilever parfois est critiquée par ses actionnaires parce qu'elle en fait trop et qu'on va mettre des grosses femmes qui sont en train de se savonner.

M- (rire)

X2- Parce que pour l'image, c'est joli, ça te fait marrer. Mais bon, voilà, moi personnellement, je préfère voir des canons de beauté en train de faire. (rires)

X1- Mais il y a eu effectivement un...

X2- ça ne plaît plus. On ne peut plus faire ça. Et donc il y a du greenwashing parce qu'on est passé d'un extrême à l'autre. On peut même parler de Disney aujourd'hui mais tu ne peux plus prendre

X1- Ca, c'est encore autre chose.

X2- On ne peut plus prendre la princesse blonde, non, il faut qu'elle soit un peu ... et donc il y a un virage parfois très très important parce que ceux qui voulaient montrer les cassettes vidéo Disney bien gentil, bien belle, et bien aujourd'hui, non, c'est devenu compliqué.

M- Le problème est que réglementer le bon sens est que le bon sens n'est pas quelque chose qui a pour but d'être réglementé et qui est souvent d'ailleurs une variable qui évolue, qui change en fonction des gens, qui fait un peu la spécificité de certaines personnes ou certaines autres et forcément, ce sont des opinions. Donc, si on réglemente des opinions, quelles opinions on réglemente ? Quelles tranches de population sont représentatives de l'opinion générale ? C'est quand même très compliqué.

X2- Tu veux voter pour un parti ? Alors, tu dis Ecolo, pour parler de Ecolo en Belgique, on ne va pas rentrer dans la politique mais Ecolo, moi, je trouve ça très bien, je n'ai pas envie de vivre dans la pollution et autre, mais on ne peut pas avoir un programme

M- basé sur l'écologie

X2- que basé sur l'écologie. Il faut quelque chose qui ...mais évidemment il faut en tenir compte et on le voit bien dans la transition aujourd'hui, dans la mobilité, dans tellement de choses. Mais c'est quelque chose qui est compliqué, qui fait appel au bon sens. Il y aura toujours des gens qui diront « moi, c'est l'appât du gain » mais en tout cas dans notre clientèle, c'est quand même quelque chose auquel évidemment on fait attention. J'ai des clients qui sont très, très bobo et qui se baladent en bicyclette et c'est très bien et d'autres qui veulent profiter de la vie et qui n'ont pas de problème à prendre deux, trois avions.

X1- Juste pour revenir sur ce que tu disais, sur la façon dont les sociétés se positionnent, il y a des sociétés qui sont allées trop loin et pour lequel il y a eu clairement un backlash. Le cas d'Unilever par exemple. Le remplacement par Schumacher il y a 10 mois est très probablement lié à ça et, quand on regarde les mesures qu'il a prises, il a downgradé les objectifs ESG, ça a été le cas aussi chez Danone de Saint Afrique est arrivé pour remplacer le CEO à l'époque et c'est pareil. Danone comme Unilever d'ailleurs, c'étaient un peu les ayatollahs de ce truc-là et tout le monde n'est pas forcément d'accord avec ce qui est ce qu'ils disaient. Je t'invite à regarder la législation sur les BEE (Belgian Eco Energy)-corps par exemple, où il y a certaines sociétés qui font le choix d'introduire des objectifs non financiers dans leurs statuts carrément. Donc c'est quand même un truc important et, parfois, ça va plus vite que ce que les actionnaires sont probablement prêts à accepter.

X2- Oui et puis, je voudrais revenir à un point, tu me dis si je me trompe, X1, mais l'article 9, pour le fonds, la priorité n'est pas le rendement.

X1- Non, ce n'est pas un objectif.

X2- En tant que gestionnaire comme nous, c'est leur dire « vous pouvez placer votre argent dans l'article 9 mais il faut savoir qu'on n'est pas là pour ..., vous nous confiez la mission d'investir votre capital dans des sociétés

X1- pour faire le bien de l'humanité et je ne sais pas si vous retrouverez l'argent »

M- pas pour le bien de votre portefeuille

X2- Voilà donc effectivement, il y avait Danone. Danone est un très, très bon élève au niveau ESG alors que la société, à la base, il faut quand même se rendre compte que c'est une société, entre les yoghourts et les bouteilles d'eau, c'est quand même une société qui fait du plastique. En gros, ce n'est quasi que ça. Tu avais l'ancien CEO Emmanuel Faber qui, je t'invite à lire son livre qui est très bien, qui s'appelle « Ouvrir une voie », qui s'est fait débarquer parce qu'il avait mis ces éléments un peu trop en avant en faisant des investissements dans ce sens-là et qui n'ont pas plu forcément aux investisseurs. Il s'est fait débarquer pour ça. A un moment donné, c'est vrai qu'une action, on veut quand même toucher des dividendes et avoir un cours de bourse qui grimpe ou sinon voilà, d'autres personnes diront « moi, je veux avoir un bon portefeuille et puis après avec les plus-values que j'ai, je peux soutenir l'un ou l'autre projet qui me tiennent à cœur ». Mais bon, tout ça, c'est personnel effectivement.

M- Il reste un quart d'heure, j'ai encore un peu de temps pour vous poser encore quelques questions et pour vous donner une idée de comment je présente ça dans mon mémoire Dans une première partie, il y a forcément l'introduction. Et puis, après la première partie, c'est plus un contexte historique qui explique comment on est arrivé jusque-là, à partir de quand est-ce qu'on a commencé à exclure de certains fonds. Donc c'est déjà arrivé aux États-Unis avant, il y avait des sociétés religieuses, les « sin stocks ».

X1- Les fameux fonds US religieux.

M- Oui oui, voilà, il y avait...

X2- il y a eu les Nordiques aussi, qui ont été un petit peu précurseurs en Europe sur les exclusions

M- C'est ça, il y avait tout ce qui n'était pas le fun. Il y avait plein de fonds comme ça, qui faisaient déjà de l'éthique avant l'heure. Et puis forcément, il y avait les années septante et tous les nouveaux enjeux, etc. Et donc, petit à petit, il y a certaines normes au niveau international qui ont mené vers des politiques européennes, plus grandes, des vraies initiatives et on a vu des gamechangers comme les SDG (Sustainable Development Goals), donc les objectifs de développement durable. On a vu les accords de Paris, le pacte vert pour l'Europe

X1- Un des points importants aussi, c'était l'initiative des managers avec les Nations Unies

M- en 2004 ?

X1- non, ça devait même être avant.

M- La conférence de Rio?

X1- Non, ce n'était pas une conférence. C'est une association qui est parrainée par les Nations Unies et qui regroupe les asset managers.

X2- Nous avons un abonnement à Sustainalytics et on peut t'envoyer l'un ou l'autre reporting de société.

X1- les PRI

M- Justement, les PRI, ce sont les principes pour l'investissement responsable. C'était en 2005.

X1- Tu peux aller sur le site du PRI. C'est assez bien fait. Mais de la même façon que l'article 8 est lié à la transparence, le PRI, c'est aussi beaucoup de reporting et beaucoup de transparence des différents asset managers.

M- Les PRI, c'est un peu, de ce que j'ai compris, c'est un peu l'essence de ces bases juridiques européennes.

X1- C'est le début pour la communauté financière et ça a aidé certains asset managers à être poussés, à créer en fait des ESGups aussi mais chacun faisait un petit peu, ce n'est pas dans le sens SFDR ou même l'article 8, on peut se dire qu'il y a un petit peu de la cohérence dans les différents articles 8. Le PRI, c'est beaucoup plus light, ce qui veut dire qu'il y a des gens qui font énormément, et il y a des gens qui ne font pas grand-chose mais, par contre, tout est hyper transparent. Donc, si je veux aller voir ce que fait BlackRock, les reportings sont vraiment bien faits, vraiment complets et on en revient à l'histoire du reporting.

M- Ils se sont engagés justement via ces PRI à être très transparents exactement

X1- Et les reportings du PRI, ce qui est entre guillemets bien, par rapport à l'article 8 par exemple, c'est que les reportings sont identiques pour chacun. Le template est le même.

M- Ah oui, c'est ça.

X1- Alors, on va me dire que le reporting du SFDR annuel est le même pour tout le monde, oui c'est vrai, mais il y a beaucoup d'interprétations dans les choses. Le PRI, il y a moins d'interprétations.

M- Ce qui est bizarre parce que, quand on y pense, le PRI, ce n'est pas contraignant.

X1- Ce n'est absolument pas contraignant et on revient à cette histoire de transparence vis-à-vis des investisseurs.

M- J'aimerais savoir si, selon vous, tous ces critères sont là pour durer ou est-ce qu'ils sont seulement une sorte de reflet d'une tendance qui pourrait finir par s'effriter très rapidement, aussi rapidement que c'est venu.

X1- Très rapidement, peut-être pas.

X2- Moi, je dirais que c'est politisé et que ça va certainement s'adapter mais je ne les vois pas disparaître du tout.

M- Mais c'est parce que par exemple, c'est ça que j'analyse un peu dans mon mémoire dans la troisième partie. Donc en fait, d'abord, je parle de l'histoire. Après je parle de tout ce qui est les bases légales les plus importantes dans l'Union européenne donc je parle plus spécifiquement SFDR, taxonomie etc. Et puis, après, je parle plus des critiques, je parle des différents points qui sont soulevés pour critiquer tout ce qui est ESG et un peu comment l'Union européenne gère ces critiques et comment elle arrive à répondre efficacement.

X1- Juste un point sur les critiques parce qu'on a parlé beaucoup de notre cas, c'est-à-dire les asset managers, mais il faut voir que, je pense à la taxonomie par exemple, c'est une législation qui s'applique aussi aux entreprises.

M- c'est ça

X1- et le reporting est quand même costaud. Et, là aussi, il y a des coûts. Et ok, on est Unilever, on est capable de faire le reporting, on est capable de le faire auditer par Price ou je ne sais trop qui. On est une petite boîte en Belgique et c'est une autre paire de manche.

M- Mais c'est pour ça, ils se défendaient en disant « oui, mais la CSRD, elle est uniquement applicable à un certain level, si tu as tel nombre d'employés

X1- La petite société légalement ne doit pas faire de reporting,

M- non, c'est ça,

X1- Ok, très bien, mais alors, comment moi j'investis dedans ? Parce que j'ai signé avec mes clients des PIE ou ce genre de choses-là, puisque je n'ai pas de données, comment est-ce que je vérifie que, pour la société, je n'ai pas de problématique de PIE etc, je ne peux pas faire ça. Et d'ailleurs, soit dit en passant parce qu'on on reparlait de l'Union européenne, comment je fais pour les sociétés US ? Les sociétés US, elles s'en foutent de la réglementation européenne.

X2- Oui, une small cap, aussi, elle va s'en foutre aussi

M- Je l'aborde dans mon travail dans les critiques. La critique principale vient des US. Quand on y pense, le mouvement, parce que maintenant c'est vraiment devenu politique là-bas, parce que ce n'est pas vraiment le cas,

X1- c'est horrible chez eux.

M- Oui, oui

X1- parce que ça a d'autres implications.

M- Oui ça a d'autres implications justement

M- c'est ça parce qu'ils appellent ça des fonds woke, des trucs woke

X1- Avec des différences au niveau des états etc et c'est très très compliqué.

M- Et du coup oui, si Trump, qui apparemment a plus de chance d'être élu, même malgré le fait qu'il a été condamné, il a toujours deux chances sur trois d'être élu. S'il arrive au pouvoir, «ESG, pouf ! » et ça, ça pourrait avoir de grosses implications

X1- Bien sûr et ça a des implications fiduciaires parce qu'on est au board de Calpers (California Public Employees' Retirement System) ou de je ne sais trop qui, est-ce que je dois prendre en compte les aspects ESG ? Et aux États-Unis qui sont très prompts à aller au procès, est-ce que je ne vais pas me

faire poursuivre par un investisseur parce que j'ai décidé de ne pas investir dans Coca, parce que j'ai décidé de ne pas prendre Coca-Cola et de le mettre sur le côté parce qu'il y a du plastique, etc. Ah mais Coca-Cola, dix ans après, a fait 20% par an et quelqu'un vient me poursuivre parce que je l'ai mis, enfin, ce que je veux dire c'est qu'il y a une insécurité juridique pour les « fiduciaires » au niveau des US.

M- Je me dis que, si je suis une société aux US, c'est un peu ambigu : est-ce que je commence à faire de l'ESG ou est-ce que je n'en fais pas ? Parce que si j'en fais, ça ne va pas plaire à certaines personnes et si je n'en fais pas, ça va plaire à d'autres.

X1- On revient à l'histoire de Disney d'ailleurs c'est un peu ce système-là

M- L'Europe n'est pas si éloignée des Etats-Unis. Ça interagit d'une certaine manière et donc on ne peut pas parler de l'Europe en oubliant les Etats-Unis complètement parce qu'on n'est pas une île. En fait l'Union européenne a quand même des interactions avec d'autres grandes puissances et notamment les Etats-Unis. C'est ça que j'aborde dans mon mémoire et je trouve ça très intéressant parce que souvent les mouvements qui commencent aux Etats-Unis se répercutent après en Europe mais d'une autre manière. Et forcément, avec la montée de la droite, c'est peut-être des revendications qu'on va commencer à entendre ici aussi. Donc à mon avis, quand on est une entreprise ici en Europe, on se dit « je sais qu'il y a toutes ces bases juridiques qui changent mais il y a beaucoup de coûts et ce n'est peut-être pas si bien vu d'aller dans ce sens-là. »

X1- les grosses entreprises en Europe ont quand même pris le pli

M- oui, oui

X1- de faire beaucoup en termes ESG

M- oui

X1- c'est vraiment dans la mentalité aujourd'hui

M- oui, en Europe, j'ai remarqué.

X1-En Europe, je parle.

M- C'est vrai qu'il n'y a pas de remise en question de l'agenda principal et peut être qu'on le fait différemment aussi, c'est-à-dire que je pense que c'est moins politique aussi en Europe parce que l'aspect S, je ne pense pas qu'il est très woke non plus, pas tout de suite.

X1- L'aspect S, il suffit de regarder les reportings, ça va être les accidents au travail.

M- les trucs neutres

X1- Par contre si on prend une société US, moi j'ai déjà vu des reporting où en Europe on va par exemple classer le personnel entre hommes et femmes. Aux US, on va avoir hommes, femmes blancs, latino, couleur etc, ce qui, pour une sensibilité européenne, est un peu choquant.

M- Il y a certaines choses qui ne sont pas spécialement apportées en Europe, ce qui fait qu'on a une autre approche, ça je l'aborde aussi. Mais aussi, j'aimerais aborder un dernier point. C'est vrai que l'Union européenne récemment, mais ça ce n'est pas encore adopté, a prévu de faire une réglementation, encore une réglementation. Je ne sais pas si vous avez entendu, c'est une réglementation sur les agences de notation ESG et donc, là maintenant, on a ce nouveau règlement qui s'applique à toutes les agences de notation européennes.

X1- Alors tout ça, c'est très bien. Alors déjà un point sur les agences de notation parce qu'on a souvent l'habitude de mettre sur le même plan les agences de notation rating crédit et rating ESG et le principe pour moi n'est absolument pas le même.

M- Mais ici, c'est ESG.

X1- oui, oui, mais, ce que je veux dire, c'est que, quand on pense « agence de rating » et c'est le business model dans les agences de rating crédit, qui paie le rating ? C'est la société. C'est-à-dire que Solvay émet de la dette à cinq ans, il va voir SNP et il dit « Monsieur SNP, ratez-moi cette obligation-là », SNP va dire « bien sûr » et le chèque...., « donnez-moi 200.000 euros ». C'est comme ça que ça se passe. Les ratings, pour la partie ESG, ça ne se passe pas du tout comme ça. Ceux qui paient, ce sont les utilisateurs des ratings donc, ce n'est pas Unilever, Solvay ou je ne sais qui qui va payer Sustainalytics ou MSCI pour avoir son rating, c'est l'investisseur, indirectement c'est moi fonds, donc indirectement c'est l'investisseur, qui va payer Sustainalytics pour avoir le rating donc il y a moins de ...

X2- Je crois quand même, X1, que, derrière, il y a quand même - peut-être pas Sustainalytics - mais d'autres sociétés qui offrent des conseils pour...

X1- je parle de sociétés reconnues (rire), effectivement - et c'est une des problématiques - à quel point puis-je faire confiance à tel ou tel rater ? C'est une question, même si la réalité, c'est que, là, on voit que le marché est en train de se focaliser, les risk raters indépendants, donc, soit les banques ont leur propre département de rating, ils appliqueront une méthodologie X ou Y et ça va faire un tel rating, ou alors, c'est ce qui est en train de se passer, c'est qu'il y a deux gros raters qui sont en train de se mettre en place : c'est Sustainalytics et MSCI. Alors, rien n'empêche tel ou tel fonds d'utiliser une petite société où on peut se poser des questions sur la façon dont les risk rating sont faits. Mais, ce

que je voulais dire, c'est que les agences de rating sont moins sensibles à l'influence des sociétés parce que, comme ce ne sont pas les sociétés qui les payent – alors, ça ne veut pas dire qu'il n'y a pas de discussions entre Sustainalytics et Unilever - bien sûr que le département Sustainability de Unilever va discuter avec Sustainalytics, il va dire « oui, pourquoi tu m'as mis tel rating ? On a fait tel effort etc » Donc il y a c'est clair qu'il y a des discussions - mais ce n'est pas Unilever qui va faire le chèque.

X2- Ce n'est pas Unilever qui va faire le chèque mais effectivement, il y a un certain nombre de questions qui sont posées par Sustainalytics. Ça c'est quand même lourd ! Donc, après, ils peuvent proposer du conseil en disant de commencer par remplacer toutes les ampoules par du LED, le parking à voitures, il faudrait mettre du 100% électrique et rajouter un certain nombre de choses pour verdir le rating l'année d'après ou l'année encore après.

X1- Exactement. Il y a effectivement des discussions entre les sociétés bien sûr et ça veut dire aussi que ça fait avancer le schmilblick. Ça veut dire qu'ils font vraiment des efforts pour avoir une meilleure notation, mais finalement l'agence de notation va leur dire « OK, si tu fais ça, je vais te mettre autant de risques en moins etc. » Mais et finalement, indirectement, ça fait pression sur la société pour améliorer son rating et faire vraiment des choses pour améliorer son rating.

M- Mais du coup, si l'Union européenne faisait une..., enfin, parce qu'elle va le faire maintenant, si cette législation sur les agences de notation donc qui essaient un peu de - de ce que j'ai remarqué les trucs principaux, c'est : « on essaie d'éviter les conflits d'intérêts, on essaie d'agréer ces agences de notation, de rendre plus fiables les résultats. » Ça ne règle pas le problème de différenciation des scores

X1- Parce qu'on en revient à la question de la méthodologie. Est-ce que c'est l'Union européenne qui va imposer une méthodologie ?

M- Non.

X1- (rire)

M- Non, c'est plus une vérification de la fiabilité. Mais c'est vrai qu'ils n'agissent pas purement sur la méthodologie. Et donc au final, ça ne va pas vraiment changer le problème de scores différents.

X1- C'est ce qui va changer, c'est qu'on va se retrouver exactement comme pour les credit risk ratings où on a trois agences de notation. Et là, il y aura deux agences de notation et il n'y aura pas de nouvel entrant sur ce marché-là.

M- Oui.

X1- Et, très honnêtement, je pense que les agences de notation en termes de rating ESG travaillent bien. Moi, je n'ai pas l'impression qu'elles soient influencées par tel ou tel agenda, telle ou telle société. Mais, imaginons que Sustainalytics, donc il n'y a plus que MSCI et Sustainalytics (deux sociétés américaines) et que l'Union européenne ait coupé les jambes de tous les autres, qu'est ce qui se passe si à Chicago, Sustainalytics dit « oui non mais finalement la méthodologie on va changer, on va faire ça » ?

X2- Oui mais on sait bien que ce n'est pas parfait, je veux dire qu'il y a eu des agences de notation dans le crash de 2008, il n'y a personne qui n'a rien vu.

X2- Oui mais la différence, c'est que pour le credit risk, c'était payé par les sociétés. Les raters sont moins... Je ne dis pas qu'ils verront tout parce que c'est impossible de tout voir mais je pense que les conflits d'intérêts sont beaucoup moins importants que dans le cadre du risque crédit. Et je pense que ceux qui proposent ça ont cette image de « ah ce sont les sociétés qui influencent les agences de rating, elles arrivent à faire remonter leur rating et de toute façon elles les payent etc etc », je ne pense pas que ce soit le cas.

M- Oui, ok, c'est vrai que ce n'est pas très viable comme business model non plus de commencer à faire de la corruption.

X2- C'est-à-dire qu'ils scient la branche sur laquelle ils sont assis. X1- C'est clair et de toute façon, s'ils sont deux sur le marché, ils ne vont pas, parce que ça coûte beaucoup, beaucoup, beaucoup d'argent. Je pense qu'ils ont un business model bien plus profitable que les credit risk ratings parce que les crédit risk skating sont payés par les sociétés alors c'est peut-être cher mais il n'y en a qu'un seul qui paye alors que Sustainalytics, il a des millions de clients qui payent moins cher x un million, donc je pense qu'ils sont assis sur un très bon business model.

X2- Si tu veux être gestionnaire, tu dois avoir accès à l'un ou l'autre évidemment, donc tu payes l'abonnement.

X1- Tu payes l'abonnement et de toute façon dans ta politique, c'est notre cas, X2 pourra t'envoyer notre politique ESG, très clairement on a besoin des informations de Sustainalytics. Si demain Sustainalytics me débranche, il va falloir vite, vite trouver une solution. On trouvera une solution, on ira chez MSCI ou je ne sais quoi mais, de toute façon, Sustainalytics n'a aucun intérêt à nous débrancher parce qu'ils sont payés pour ça mais ce que je veux dire, c'est qu'ils ont un gros

pouvoir vis-à-vis de..., enfin, ce sont deux personnes qui se tiennent ensemble. Le client et l'agence de notation, ce sont deux personnes qui se tiennent ensemble.

M- Mais, ce pouvoir, est-ce qu'il ne serait pas trop gros par rapport enfin, c'est au final c'est juste une entreprise privée et d'une certaine manière elle a un pouvoir.

X1- Je serais ravi que l'Union européenne crée sa propre risk rating agency

M- sa propre agence de notation

X1- Et nous dise « voilà c'est l'article 8 et vous ne pouvez utiliser que ce truc-là »

M- des normes claires

X1- Et ça, je ne vais pas dire que ça simplifierait tout parce qu'il y a en amont, il y aurait, enfin, ce serait beaucoup plus compliqué, je pense, mais au moins ça rendrait les choses plus transparentes et on verra ce qu'ils vont faire sur les agences de rating.

M- Moi, je pense que ça va être en discussion et ça va peut-être être la prochaine étape parce que c'est vrai que c'est un peu la critique qui leur est tout le temps formulée. Et là qu'ils sont en train d'adopter ce règlement, il y a toujours plein de voix qui disent...

X1- OK. Admettons que l'Union européenne crée son agence de rating.

M- Oui.

X1- on a parlé de la taxonomie. On a parlé des bonds sovereign. Comment cette agence de rating - puisqu'on parle de conflits d'intérêts - comment cette agence de rating va arrêter la France, la Belgique, la Hongrie, l'Allemagne ?

M- Oui, parce que là, il y a un conflit d'intérêts.

X1- Donc, on coupe un conflit d'intérêts pour en créer un autre.

M- Alors, peut-être qu'il faudrait les membres de ce comité qui notent, il faudrait qu'ils soient élus à certaine majorité. Enfin qu'il y aurait des personnes dans un peu tous les pays, des choses comme ça. Mais il pourrait y avoir de nouveau de la politique un peu dedans.

X1- oui, en général, quand ils créent ce genre de choses-là, il y a souvent de la politique dedans.

M- Oui, c'est ça.

X1- Ce que je veux dire, ce n'est pas aussi simple que ça. Ça a d'autres effets, en fait.

M- Oui, c'est ça. Mais c'est comme on avait dit au début : il y a des effets qui créent d'autres effets.

X1- Si je me mets à ma place, par contre, entre guillemets, ça me déresponsabilise parce que je dirais « Moi, j'applique la législation, on m'a dit que l'Allemagne, c'est super bien, même s'ils font du charbon. Moi, je ne peux pas lutter contre, c'est dans la législation. »

M- Oui, mais au moins, c'est clair.

X1- Ah, c'est clair !

X2- « ce n'est pas à moi à décider. C'est comme ça »

X1- Et on en revient à l'histoire du père de famille. Ça veut dire qu'on abdique aussi une partie de cette... après, on peut toujours dire « OK, l'Allemagne fait du charbon. L'Union européenne a dit que c'est super bien » et je peux très bien décider « ok, mais moi je ne prends pas de charbon quand même. Je ne prends pas d'Allemagne », on peut très bien avoir ce discours-là. Sauf si l'Union européenne dit « vous n'avez pas le droit de faire autre chose » parce qu'on pourrait très bien imaginer ça, « vous n'avez pas le droit de rectifier les ratings qui sont ... ».

X2- On voit en en discutant que c'est quand même assez politisé.

X1- Clairement.

M- Pour moi, c'est très très politisé. C'est dur d'en parler sans rentrer dans le politique.

X1- Et, ce que je trouve un peu dommage, c'est que ceux qui sont aux manettes et qui définissent les réglementations, parfois ils ne réfléchissent pas aux conséquences et à ce que ça veut dire. On fait SFDR, super ! , 6, 8, 9. Moi, je me souviens encore sur France Inter d'avoir de la publicité pour la banque postale qui va vendre de l'article 9. Ça me fait dresser les cheveux sur la tête.

M- Oui, c'est vrai.

X1- L'article 9 qui est probablement article 8 maintenant.(rire)

M- Peut-être une dernière question : dans les dix ans maintenant, vous pensez que ce secteur, il ira dans quelle direction ?

X1- ESG, tu veux dire ?

M- Oui, le secteur ESG. Ces investissements ESG, sur les dix ans, quel genre d'avenir auront-ils selon vous, vu la lignée qui est prise maintenant ?

X2- Moi, je pense que ça va continuer à se durcir sauf événement politique majeur au sein de l'Europe. Mais nous, on a connu quand même un durcissement sur l'environnement AML, donc c'était tout ce qui est la provenance des capitaux.

X1- Il y a eu un durcissement Mifid aussi.

X2- Notre prochain cheval de bataille, c'est tout ce qui est ESG et donc de montrer qu'on lave plus blanc en faisant des investissements vertueux ou en tout cas en prévenant nos clients qu'ils sont vertueux ou qu'ils ne le sont pas. Voilà.

M- Et vous pensez que l'influence du coup, plus généralement parce qu'avec le pacte vert et tout, est-ce que l'Europe aura l'influence qu'elle espère avoir dans le monde ?

X1_ C'est toute la question. Parce que si on est tout seul à faire ça, ça va poser un problème. Et les US, ils n'ont pas l'air de prendre le relais. Et c'est ce qu'on disait : la Chine exporte des jouets, nous on exporte de la réglementation. Alors, ça a marché avec RGPD, l'Europe était précurseur et, finalement, on voit que les US commencent à s'y mettre un peu, mais effectivement ce n'est pas garanti et ça dépendra de qui sera aux manettes de l'autre côté de l'Atlantique.

X2- Oui, on peut aussi avoir des événements majeurs qui poussent dans la direction. D'une part, il y a la transition quand même écologique. Si tu continues à avoir quand même des cataclysmes climatiques ou autres, c'est sûr que ça ne va plus toucher. Quand tu vis dans l'Arizona, dans une petite ville et tu ne vois pas beaucoup de différence. Mais si tu vis à Pékin et que tu n'arrives pas à respirer, c'est pour ça qu'il y avait eu une question en disant : « croyez-vous au réchauffement climatique ? Les derniers de la classe c'était les Américains, ils croient que la terre est plate là-bas (rires)

X1- Et encore un point, c'est très bien de mettre de la législation etc etc, mais je prends le cas des raffineurs de minerai par exemple, on a été très content que tout parte en Chine. Aujourd'hui, il n'y a plus de raffineurs, quasiment plus de raffineurs en Europe.

M- Maintenant on veut les ramener en Europe.

X1- On veut les ramener en Europe mais ah oui mais attention, ça va polluer, donc il y a aussi d'autres types d'enjeux qui viennent à cet endroit-là. C'était aussi un des points de la taxe sur le CO2 à l'entrée en Europe.

M- C'est un peu hypocrite quand on y pense.

X1- Ah, ce n'est pas moi qui l'ai dit !

M- Parce qu'on se dit « juste oui, ce n'est pas en Europe, donc ce n'est pas nous qui l'avons fait,

X1- donc c'est bon », on est très content d'importer les matériaux etc, etc. Ok, je pense que c'était très intéressant, merci à vous pour cette interview qui a duré un peu plus longtemps que prévu et si, dans mon travail, j'ai encore quelques questions, je vous les enverrai par mail. C'était très intéressant d'avoir votre input sur ça parce que je pense que ce sont des questions qui sont déterminantes aujourd'hui et c'est marrant parce que ce ne sont pas vraiment des sujets qui sont beaucoup abordés. Quand j'en ai parlé à des amis, ce n'est pas vraiment quelque chose de très connu.

X1- Et c'est une problématique et on en revient à l'histoire des disclosures dans les prospectus etc, à l'arrivée, qui sait ce que c'est qu'un article 6, 8, 9 ?

M- C'est ça et beaucoup de personnes vont juste voir ces législations et dire « Super, l'UE agit pour l'environnement donc c'est bon », automatiquement, il n'y a pas de débat mais c'est vrai que c'est toujours plus intéressant d'approfondir ces sujets et de voir quelle est la réalité qui se cache un peu derrière.

X1- Ce que je peux faire, c'est envoyer à X2 pour qu'il te forward, la politique ESG que nous on a, comme ça tu verras un petit peu la politique ESG qu'il y a dans le fonds. Et je peux mettre aussi un rapport par exemple de Danone ou d'Unilever de la part de Sustainalytics, comme ça tu verras un petit peu la façon dont ils réfléchissent. Et tu peux regarder sur le site de Sustainalytics, il doit avoir une section sur la méthodologie. Il doit y avoir des white papers et je pense que c'est intéressant de voir comment les agences de notation comprennent le terme d'ESG et, comme on l'a dit, chacun comprend ESG à sa sauce. Chacun a ses sensibilités, et la méthodologie et honnêtement, je ne pense pas que ce soit fort éloigné de ce que fait MSCI ou Bloomberg (puisque il y a une troisième agence de notation, c'est Bloomberg), je ne pense pas que les trois – ok, sur certaines sociétés il va y avoir des grosses différences en fonction des secteurs etc. – mais, dans l'esprit, dans la façon de raisonner, je pense que c'est assez similaire entre les différentes ...parce qu'ils n'ont pas une approche en disant « c'est bien », « ce n'est pas bien » etc, ils ont une approche de risque en disant « l'ESG est un risque » et « quelle est la taille de ce risque ? » et « comment est-ce qu'il est managé ? »

M- Oui, ce qui peut peut-être être plus intéressant.

X1- Oui, mais quand on parle ESG, les gens ne pensent absolument pas à ça.

M- Non, c'est vrai.

X1- Et ils pensent « ah, plastique, pas bien », « ah gouvernance » - enfin, s'ils pensent à la gouvernance –(rires)

X2- Tout ça c'est non, on est dans l'univers de la réglementation.

M- Pour moi, il y a certains aspects qui sont déjà réglementés.

X2- C'est réglementé c'est « tu roules à 30, tu fais ceci, tu fais cela ».

X1- Oui, mais la différence, c'est que tu roules à 30, tu as un panneau qui te dit « tu roules à 30 », là, il n'y a pas de panneau qui dit « un investissement durable, c'est ça ». Et au moment où au tout début de SFDR ce que disait la SSF, donc c'est l'équivalent de la FSMA à Luxembourg. Ah vous ne savez pas ce que c'est qu'un investissement durable ? Et je cite - alors, comment la dame avait dit ça - : « Soyez pragmatique », alors, je veux bien, mais ça ce n'est pas du réglementaire et ce n'est pas de la loi.

X2- Non mais il y en a quand même un qui a essayé, c'est Jancovici avec les certificats carbone. Donc, ça pollue autant.

X1- Ah, mais je serais très content qu'il y ait une réglementation. Moi, plus les choses sont transparentes et que tout le monde ait la même compréhension des choses, je serais très content. Et je pense que beaucoup de gens dans la finance seraient très contents.

M- Oui, parce qu'on peut un peu décrire ça comme le Wild West...

X1- C'est moins Wild West qu'il y a deux ans parce qu'il y a deux ans, c'était vraiment le « chacun voulait faire de l'article 9 sans savoir ce que ça voulait dire » et, en fait, on en arrive à un truc moins bien finalement, où il y a encore des gens qui restent article 6 mais du coup il y a une grosse partie qui est article 8 et il faut faire le tri et il est tout à fait faisable de faire le tri parce que la législation fait qu'il y a une transparence, mais il faut vouloir le faire.

M- Oui

X1- Et, les investisseurs, est-ce qu'ils veulent se taper les 30 pages de pre-contractual disclosure ? Non !

X2- Mais peut-être qu'ils n'ont pas envie de lire les conditions générales de vente quand ils achètent un

M- C'est vrai que c'est un peu similaire à ça quand on y pense.

X1- c'est vraiment ça.

M- C'est plus un problème de proactivité, c'est plus encourager l'investisseur à faire gaffe.

X2- Oui. Et aux Etats-Unis légiférer comme ça, ça peut aussi inciter un cadre avec des class actions et des plaintes gigantesques qui peuvent avoir des impacts après de façon très très importante.

M- oui.

X1- Oui.

X2- On clôture là-dessus ?

M- Oui, on va clôturer là-dessus. Merci beaucoup en tout cas, c'est très gentil à vous envoyer les adresses mutuelles.

X1- Oui, je vais renvoyer les deux documents comme ça.

X2- Ok, écoute, si tu as besoin d'aide, tu reviens si tu as oublié une question ou l'autre ?

M- Je pense qu'on a abordé pas mal de choses, donc j'aurais pas mal de matière pour le mémoire, super, merci, au revoir.

Interview 2 du 18 juin 2024

M= Maximilian Doyle

X= Interviewé (Sustainability manager de la société Z)

M- On peut y aller. Je commence par votre question 1. Pourriez-vous vous présenter s'il vous plaît ?

X- Alors, je m'appelle X d'..., je suis sustainability manager chez la société Z Belgique depuis trois ans. Ce que je fais chez Z, c'est d'accompagner les clients dans le secteur public ou privé dans leur ESG journey, enfin dans leur parcours ESG, et, notamment pour tout ce qui est la partie ESG regulations. Avant Z, j'ai travaillé au Luxembourg pour Luxflag, c'est l'agence nationale qui donne les labels ESG aux fonds d'investissement. Et puis, avant ça, j'ai eu une expérience dans le domaine de la finance en tant que ESG analyst. Et voilà. Avant, c'était plus pour la partie « corporate responsibility », donc, j'ai toujours travaillé dans la durabilité.

M- Ok, c'est intéressant et qu'est-ce que ce terme ESG vous évoque à vous personnellement ?

X- ESG, c'est, les aspects ESG environnement, social et gouvernance. C'est ces aspects, ces critères qu'une société a et qu'elle doit prendre en considération pour faire le reporting, pour faire la stratégie, pour faire plein de trucs, disons. Donc, c'est vraiment les aspects ESG qui sont spécifiques au secteur, à la société et cetera.

M- Ok

X- Ça m'évoque ça, en fait.

M- OK mais je suppose que, du point de vue de la firme, c'est pareil, c'est la manière de voir l'ESG. Et donc, je vais me concentrer un peu sur donc la pratique de votre métier donc comment est-ce que, du coup, ces scores que vous venez de décrire, ils s'intègrent vraiment dans votre métier chez Z ?

X- Je n'ai pas compris cette question parce que, là, je vois les scores...

M- Oui.

X- Les scores ESG... comment je vois les scores ESG...

M- Oui, c'est ça

X- c'est les scores ESG qu'on donne à une société, est-ce que c'est ça ?

M- Oui c'est ça . Mais, en fait, ce qui est assez intéressant, c'est que le terme ESG, il est un peu global, c'est-à-dire qu'on peut l'employer un peu pour tout et pour rien. Donc c'est vrai que, quand on dit « une stratégie ESG de l'entreprise », on ne fait pas explicitement référence au score même de l'entreprise, on fait plus référence à la stratégie de durabilité de l'entreprise. Par exemple, son reporting, ça va être un reporting ESG et ça pourrait aussi être décrit comme un reporting non financier. Enfin, c'est des termes synonymes. Donc , comment est-ce que ces enjeux de durabilité s'intègrent dans votre métier et à quel moment ils interviennent dans votre métier?

X- Tout le temps vu que je travaille dans le département « sustainability », on travaille sur ces topics, sur l'ESG tout le temps, avec tous les clients. Si ça répond... Parce que voilà, le service offering, c'est ESG. Donc, on aborde ces sujets avec les clients à chaque fois.

M- Oui, mais qu'est-ce que vous avez comme clients concrètement, dans la société Z ?

X- Comme clients, c'est des sociétés, que ce soit publiques ou privées, et dans tout type de secteurs. Secteurs, je veux dire les « financial services » mais aussi « pharmaceuticals », peu importe le secteur en fait. Et les clients qu'on a, c'est bien évidemment dans l'économie belge, et puis ça dépend aussi, ça peut être aussi, tu vois, des sociétés qui sont belges et qui ont des opérations en Europe, dans le monde. Donc, c'est vraiment, les clients qu'on a, c'est public, privé, et c'est dans un petit peu tous les secteurs.

M- OK et, depuis l'adoption des récentes législations, qui étaient plus harmonisantes, qui étaient plus du hard law , est-ce que votre métier a changé fondamentalement de cap depuis l'adoption - on pense à la C S R D, on pense à la taxonomie, au SFDR-, comment est-ce que votre métier a changé?

X- Il n'a pas changé parce qu'on aborde plus ou moins les mêmes domaines, les mêmes topics. Tu vois, ce qui a changé c'est que, 1. il y a la réglementation, donc ça oblige les sociétés à le faire. Donc, ils demandent à la société Z ou à des autres. Donc, ça a changé dans le sens que ça ramène, enfin, ça rapporte beaucoup plus de travail parce que, là maintenant, les sociétés doivent le faire, que ce soit leur stratégie ou pas, là maintenant, ils sont obligés à le faire. Donc ce qui a changé, voilà la forte demande poussée par l'obligation en fait et donc ça, c'est juste plus de travail, plus de travail, je dirais ça.

M- Oui, ok. Oui, mais pouvez-vous donner un peu une sorte d'exemple de comment vous intervenez dans la stratégie ESG d'une entreprise de manière un peu plus concrète, comme ça on comprend mieux ?

X- Alors, ça dépend un petit peu du client et de la demande du client parce que chaque client est différent. Donc ça dépend. Je te fais un exemple de demande qu'on a en ce moment, sachant que, voilà, la demande en ce moment dans le marché en Belgique, un petit peu dans toute l'Europe, c'est concernant la CSRD, donc tu as ce reporting nouveau avec comment reporter suite à ce que la CSRD me demande, donc la demande en ce moment c'est, je te le dis en anglais, « to get ready to the CSRD reporting », donc de comprendre un petit peu ce que la société doit reporter, comment elle doit reporter et quoi mettre en place afin que tu aies ton premier reporting CSRD, donc la demande en ce moment c'est un petit peu plus « compliance », « to get ready » pour le premier reporting CSRD, et donc la plus grande demande, c'est ça, c'est « ESG reporting », c'est ça. Et puis, on a aussi d'autres clients... En fait, ça dépend, tu vois, ça dépend et j'ai aussi d'autres clients qui me demandent pour la taxonomie, par exemple à nouveau c'est plus ou moins la même chose...

M- C'est toujours dans le reporting CSRD, c'est « comment s'aligner à la taxonomie » ?

X- Voilà, c'est : « qu'est-ce que c'est la taxonomie ? », « How does it impact me ? », « Qu'est-ce que je dois faire ? ». Tu vois, de vérifier que tout est mis en place pour faire le reporting taxonomie.

M- Ok.

X- C'est un petit peu ça.

M- Et, donc, il y avait aussi une autre question un peu plus globale : est-ce que vous avez observé en tout cas un lien entre cette performance ESG et cette performance financière ? Je ne sais pas si vous avez pu avoir un exemple de « success » avec ceci ?

X- Dans les clients, tu veux dire ?

M- Oui, c'est ça, pour les clients. Est-ce que vous avez pu observer une forme de corrélation entre ces deux facteurs ?

X- Pas directement, mais plus ou moins indirectement, je dirais, dans le sens que la société qui est forte en ESG, qui met tout bien en place etc, qui est un petit peu « best in class » et leurs clients à eux sont plus contents, les banques et aussi les investisseurs sont plus contents dans le sens qu'ils ont plus d'informations ESG, donc les clients, enfin, du côté de nos clients, les sociétés, leurs clients sont plus contents. Les investisseurs ont plus d'informations et aussi vis-à-vis de leurs compétiteurs, si, eux (les compétiteurs) ne disclosing pas en termes de ESG, s'ils (les compétiteurs) ne font rien, elles (les sociétés fortes en ESG) ont un avantage. Donc, indirectement, c'est plus ça l'impact : que les clients nous disent que, tu vois, ça a un impact positif de faire l'ESG.

M- Oui, donc c'est un impact compétitif qui peut potentiellement se traduire en avantage financier sur le long terme.

X- Voilà, exactement.

M- Ok. Ah, mais ce n'est pas spécialement un impact positif sur la société en termes de durabilité, c'est-à-dire que, par exemple, si la société est plus « sustainable », est-ce que ça veut dire qu'elle sera plus « sustainable » financièrement parlant ou est-ce qu'on n'a pas encore cette corrélation vraiment nette ?

X- Pas vraiment encore. Ce n'est pas aussi clair que ça. Tu ne peux pas prouver comme les financial statements, enfin, l'impact financier... non, je dirais non. à ce stade-là, non mais, peut-être, sûrement, dans les années qui suivent, tu pourras faire un petit peu ce lien plus facilement ...

M- Ok ça va, merci, et mais d'ailleurs, juste pour les « best in class », pour les meilleures sociétés que vous avez observées, c'est quel genre de sociétés exactement, est-ce que c'est plutôt des sociétés multinationales, des grosses grosses grosses MNE, ou alors il y a parfois d'autres types de sociétés qui sont plus dans tout ce qui est RND, environnemental..., enfin des sociétés qui entre guillemets font de l'environnement vraiment leur priorité contrairement à des sociétés qui en font une sorte d'aspect plus « compliance », accessoire, pour quelque chose de plus gros, je ne sais pas si vous voyez ce que je veux dire ?

X- Non

M- non, en fait, mais je veux dire les « best in class » que vous avez observées, est-ce que ce sont des grosses grosses entreprises qui entre guillemets ont une activité principale et qui font de la compliance environnementale social gouvernance juste pour entre guillemets, faire de la compliance environnementale sociale et de gouvernance pour leur réputation ou alors ce sont des sociétés qui font uniquement comme activité principale de l'ESG ? Je ne sais pas si vous voyez ce que je veux dire ?

X- Ah, je dirais un petit peu les deux, ouais, un petit peu les deux, mais les « best in class » que tu vois, c'est plus... Il y a deux types de « best in class ». 1. c'est plus les multinationales, pourquoi, parce que, eux, ils ont les moyens

M- c'est ça, ouais.

X- de le faire et 2. Il y a aussi même dans le cas des, pas des grosses entreprises, mais tu vois des SME ou petits moyens, là aussi, tu as des exemples de « best in class », mais, là, ça dépend vraiment de l'envie, parce que la société a envie d'investir dans l'ESG, enfin, d'améliorer la partie ESG. Donc les « best in class », c'est deux cas types.

M- Et donc, vous pensez que ça peut être trop coûteux parfois pour une SME qui veut être « best in class » justement et qui pourtant réellement fait des efforts pour l'environnement ? Est-ce que c'est parfois trop compliqué pour une SME d'atteindre ce « best in class » à cause de toute cette charge de « compliance », de coûts... ?

X- Oui quand je dis « best in class », c'est... parce que tout le monde avec la CSRD, plus ou moins tout le monde, doit le faire, doit reporter ces aspects ESG. Donc tout le monde doit être « compliant », donc, là, c'est de voir qui fait plus que la « compliance », tu vois, qui met ESG pas juste d'un point de vue « Ok, je suis compliant, je fais mon check » mais les sociétés qui le prennent un petit peu plus comme « the core of their DNA, their business », tu vois, c'est là un petit peu aussi la différence. Je te fais un exemple

M- Oui

X- On a un client en Belgique qui est une petite entreprise, tu vois ?

M- Oui

X- Tu vois, cinquante employés donc ils ne doivent pas reporter CSRD, ils ne doivent rien de tout faire sur ça, mais par contre, ils voient le ESG comme quelque chose de fondamental, ils croient vraiment dans l'ESG etc etc, donc, même s'ils ne doivent pas le faire, ils font tout ce que l'ESG demande : le reporting, mettre en place, etc etc. Donc, c'est ça, le deuxième exemple que je te faisais, c'est, même si tu n'es pas une multinationale où tu dois le faire et tu as les moyens pour le faire, il y a aussi d'autres sociétés plus petites, qui le prennent à cœur, où on voit un petit peu l'aspect plus long terme, donc il s'investit dans l'ESG et là aussi tu as des cas de « best in class »

M- Oui donc il y aura des cas de « best in class » pour ces petites sociétés.

X- Oui.

M- Ok oui, c'est ça que je voulais savoir, merci. Et, est-ce qu'il vous arrive justement parfois dans le cadre de votre métier, d'encourager réellement ces clients à aller plus loin dans leur stratégie ESG ? Par exemple, s'ils prévoient une stratégie eux-mêmes de leur côté, est-ce que vous leur dites parfois « oui, je pense qu'on peut aller plus loin ici » ?

X- bien sûr

M- oui ok mais est-ce que vous avez des obligations à ce niveau ou pas spécialement, c'est plus...

X- Des obligations dans quel sens ?

M- juridiques ou quoi... d'obliger par exemple le client à regarder dans telle ou telle direction. Je ne sais pas si c'est le cas ?

X- Non, non, il n'y a pas vraiment d'obligations parce que, à nouveau, ça dépend du client, de ce que le client veut faire en fait. Et puis, je te fais un exemple

M- Oui

X- Le client, la plupart des cas, veut du support sur la CSRD, il veut « I want to be compliant ». Bien évidemment, on fait le projet avec eux, on connaît le client, tu vois, avec le temps, et puis, on essaie de..., c'est pas une obligation, mais on essaie de faire un petit peu plus que la « compliance » et donc on peut faire un pitch sur « ok, what do we do next ? »

M- Et, est-ce qu'il y a une sorte de calcul entre « compliance » et par exemple rentabilité pour l'acteur, parce que je me doute que si jamais un pétrolier arrive vers vous et dit « oui mais je veux être compliant et tout », vous allez parfois peut-être lui dire « oui mais peut-être que ça, c'est peut-être un peu trop ambitieux là tout de suite, je pense qu'on devrait se limiter à tel niveau de compliance, ce qui serait plus rentable par rapport au coût que ça va générer. Est-ce qu'il y a un peu cette approche-là ou est-ce qu'on fait le plus « compliant » qu'on peut être possible ?

X- A la base, c'est « il faut être compliant » et puis, à nouveau, ça dépend du client.

M- Oui

X- Si je prends ton exemple du pétrolier de « oil and gas ». Imagine, il vient chez toi, il veut être super « sustainable » même si c'est « oil and gas », qu'est-ce que tu vas dire? « Non parce que tu es oil and gas » ?

M- (rire)

X- Non, tu vas dire... non, tu vas dire « ok, parfait, I help you on the journey to become more sustainable », tu vois, enfin, si le client lui-même veut être plus que compliant, c'est super, mais, la plupart des cas, je te parle pas de la société Z en général, mais, la plupart des cas, ça veut dire des sociétés, le push, c'est « I want to be compliant ». Donc, tu vas avoir peu de cas où les sociétés sont vraiment « tu veux faire plus que la compliance ».

M- Oui, donc c'est généralement c'est « je veux être compliant » et c'est tout et je ne veux pas spécialement euh, oui, ok. Oui, et comment est-ce que, ces entreprises, elles peuvent équilibrer leurs impératifs financiers à court terme avec justement leurs objectifs de compliance à long terme ? Justement, est-ce que vous les conseillez à ce niveau-là ou pas vraiment ? Par exemple, on pourrait se dire oui mais est-ce que, si par exemple, le pétrolier, il dit oui « j'ai quand même un business à gérer de mon côté, mais je ne veux pas dépenser plus que ça pour ma compliance », est-ce que vous arrivez à leur conseiller une voie où justement il y aurait moins de coûts pour arriver à la meilleure compliance possible ? Je ne sais pas si vous comprenez ?

X- je dirais que oui

M- oui, ok. Et, selon vous, en général, quel type de société, ça a le plus avantage jusqu'à présent, ce type de ces législations ESG, en général, si vous regardez les scores ?

X- Mmmh

M- Est-ce que vous voyez une tendance ? Ou bien, si ça se trouve, il n'y en a pas.

X- Moi, je dirais qu'il n'y a pas des sociétés qui sont favorisées dans ça, non. Enfin, si, à nouveau, si tu parles du score ESG, « sustainability » etc, pour ces scores, il y a des fois que les multinationales sont avantagées, ont de l'avantage, c'est-à-dire ont un meilleur score. Pourquoi ? Parce que, à nouveau, ils ont les moyens de mettre en place un système de collecte de données ESG, tu vois, des personnes dédiées à l'ESG. Donc, voilà, si on parle purement du score ESG, moi personnellement, je vois les multinationales, ou pas seulement les multinationales, mais les sociétés qui ont des moyens pour investir en interne sur l'ESG.

M- Ok donc mais quand vous parlez purement de la compliance ESG, tout ce qui concerne la CSRD et tout, pour vous, il n'y a pas vraiment quelqu'un qui est avantagé par rapport à l'autre, c'est plus tout le monde est dans le même bateau ?

X- Tout le monde est dans le même bateau. Ceux qui sont avantagés aujourd'hui, ce sont les sociétés qui, et, je te parle de la CSRD, ce sont les sociétés qui ne se réveillent pas aujourd'hui et ne te disent pas « il y a la CSRD. Je dois mettre en place ». Ceux qui ont un avantage aujourd'hui, ce sont les sociétés qui, il y a quelques années, ont déjà commencé à mettre en place le reporting ESG, donc ça c'est l'avantage maintenant parce que tout le monde doit faire l'ESG. Cet avantage va disparaître dans quelques mois, quelques années.

M- C'est quoi, par exemple, les sanctions qu'on pourrait avoir, si on ne « comply » pas, par exemple à la CSRD ?

X- Il n'y a pas de sanctions . En ce moment, il n'y a pas de sanction. En France, parce que la CSRD est transposée dans les pays de l'Union européenne, chaque pays le transpose, je ne dis pas comme ils veulent, mais selon une directive et donc à ce moment je sais qu'il n'y a pas des sanctions dans les pays sauf la France. La France a dit qu'il y a les mêmes sanctions que tu as pour les rapports financiers, même type de sanction aussi pour la partie ESG, CSRD. Donc, voilà, ça c'est pour les sanctions en ce moment.

M- OK. Oui, donc, les sanctions, elles vont être plus indirectes, financières, je suppose, parce que si on a un moins bon rapport de durabilité via la CSRD, je suppose que ça aura indirectement un avantage sur le score qui va suivre et sur les personnes qui vont investir dans la société, si elle va être incluse dans des fonds etc, ou alors plus dans la réputation de l'entreprise, je suppose ?

X- Oui.

M- ok mais justement, je parlais un peu de tout ce qui est scores, et, parce qu'on parlait des différentes agences de notation, je posais la question « pourquoi est-ce que ces agences de scoring, on peut avoir un rating différent et en quoi est-ce que ça affecte la validité des scores aujourd'hui dans le marché selon vous ? C'est plus un avis.

X- Je n'ai pas compris la question.

M- Aujourd'hui en fait le problème, c'est qu'une entreprise elle peut, ok, elles « comply » tous de la même manière à la C S R D, mais en fait dans la partie après, quand une agence de notation va leur donner un score sur base de tous ces documents, elle pourrait obtenir un score très différent en fonction de l'agence chez laquelle elle se rend. Mais, quel impact ça a selon vous? Qu'est ce que vous pensez de ça?

X- L'impact, c'est..., je ne sais pas. Ca dépend, dans le sens qu'au final, le score ESG, ça sert à aux banques, aux investisseurs ou aux asset managers. Eux, ils veulent utiliser le score E S G. Donc ça dépend un petit peu de l'asset manager, de la banque, de l'assurance qui utilise ces scores, enfin, quel provider ils utilisent.

M- Oui, mais est-ce que votre métier consiste à , parce que au final, beaucoup d'entreprises, elles s'intéressent certes d'un côté à la compliance, mais elles s'intéressent aussi à maximiser leur score ESG et donc parfois la manière dont leur compliance va être faite, la manière dont ils vont faire leur rapport de durabilité va influencer ce score et donc, est ce qu'ils vont parfois chez vous en vous demandant « oui, comment est-ce que je peux faire pour être compliant mais aussi maximiser mon score ESG ». Est ce qu'ils vous demandent parfois ça ou ...?

X- Non, pas vraiment plus, non, mais pour les scores ESG, enfin, je te parle de la Belgique, c'est un marché à part, soi-disant, ok, mais on n'a pas vraiment de demande. Enfin, le thème de ESG scores, des notations ESG, avec la CSRD, on ne nous demande pas trop comme avant un petit peu les scores ESG. C'est un petit peu « outdated », si je peux dire.

M- Ah oui mais à quel à quel niveau c'est « outdated » selon vous ?

X- Dans le sens que les scores ESG prennent en considération, enfin, ils sont un petit peu revisités suite aux demandes de la CSRD donc « are they up to date ? »

M- A mon avis, c'est plus la pratique des agences de notation. J'ai l'impression, enfin, je pense qu'ils prennent en compte plus de variables depuis qu'il y a eu la CSRD. Donc, je pense que, comme ils ont accès à plus d'informations, plus de report etc, je pense qu'ils prennent plus de choses en compte mais ça c'est leur politique interne un peu ...

X- Mais si je dois répondre à ta question : non, il n'y a pas de demande, enfin, les clients viennent chez nous pour être compl..., enfin pour la CSRD, je ne dis pas que « compliant », ça dépend un petit peu des clients, mais ils nous demandent pour le reporting, pour la partie CSRD, ils ne nous demandent pas d'améliorer le score ESG, enfin, des trois ans que j'ai fait ici chez la société Z Belgique, peut-être une ou deux fois, on me l'a demandé pour les scores ESG.

M- Oui mais on vous a demandé quoi par rapport aux scores ESG ?

X- « How can I improve the score », donc : « qu'est-ce que je dois faire ? Enfin, est-ce que c'est d'analyser un petit peu les résultats - Sustainalytics te donne le rapport -, d'analyser un petit peu le rapport et de mettre en place et de dire, faire un action plan sur quels sont les politiques que je dois améliorer, le contenu des politiques, les systèmes mis en place. Enfin, qu'est-ce que je dois faire concrètement pour améliorer mon score Sustainalytics par exemple. Mais ça, j'ai eu une ou deux demandes. En Belgique, ça, il n'y a pas vraiment cela comme demande, mais je sais que, en France, en Espagne, dans les grands marchés, en Italie, ça c'est une demande, on leur demande un petit peu plus sur ça. Pas vraiment en Belgique

M- J'avais parlé à des gestionnaires de fonds belges et c'est vrai qu'ils sont un peu moins dans ce qui est ESG, c'est-à-dire qu'ils se basent un peu sur les scores et tout ça, ils regardent vite fait, mais ils ont très peu d'offres de fonds ESG et, au final, à mon avis, peut-être que c'est vrai que, comme vous dites, le marché n'est peut-être pas assez grand pour ce faire.

X- Oui.

M- Mais ça vous arrive d'avoir des entreprises qui, disons qu'elles ne sont pas considérées par le grand public comme étant durables, mais qui viennent vers vous pour se refaire une image via leur compliance etc, par exemple des pétroliers justement, est-ce que vous en avez déjà eu ?

X- Pas des pétroliers mais il y a des sociétés, je ne peux pas dire ni leurs noms, ni leurs secteurs, etc, mais il y a des sociétés où il y a eu dans le passé des scandales.

M- Ok ok

X- Ils viennent chez nous mais comme chez les autres aussi en nous demandant « qu'est-ce que je dois faire pour améliorer, pour changer ? ». Donc, oui.

M- Oui, maintenant, je vais passer à des questions de convictions personnelles : quelles sont vos convictions personnelles sur l'impact de toutes ces législations sur la société aujourd'hui sur tout ce qui est ESG. C'est un peu large comme question.

X- Pour moi, personnellement, travailler sur l'ESG ou quand même améliorer l'aspect ESG de la société, bien évidemment, ça a un impact sur l'environnement, sur la société ok, l'impact positif ok, Mais d'un point de vue du business, si on prend en considération ces aspects, sûrement, dans le futur, on a un avantage vis-à-vis des concurrents et 2. les coûts d'une société en théorie diminuent donc pour moi c'est au-delà de l'aspect « impact positif sur le monde », mais c'est plus d'un point de business que ça a un impact positif pour le business, d'intégrer l'ESG.

M- Comment ça au-delà de l'impact sur le monde ? C'est à dire que on ne voit pas encore concrètement l'impact que ça a sur le monde aujourd'hui ?

X- Non dans le sens, si tu suis un petit peu les discussions comment les gens parlent de l'ESG, tu penses que c'est tu vois sûrement tu as déjà écouté ça? Tu vois c'est des hippies qui parlent d'un monde vert, green, sustainable c'est pas que ça, c'est pas que l'impact positif sur l'environnement ou la société, mais d'un point de vue de business, concrètement des sociétés, intégrer l'ESG à nouveau, ce n'est pas seulement que « je fais du bien pour le monde » , du bien pour la société ou l'environnement, mais d'un point de vue purement business, - imagine toi que tes concurrents ne font pas d'ESG - tu vas avoir un avantage concurrentiel vis-à-vis des concurrents donc c'est mieux pour ton business et 2. c'est tes coûts, tes coûts de gestion, les coûts de l'électricité, les coûts des employés, les coûts que tu as, tu vas contrôler un petit peu plus les coûts, avoir un avantage sur ça dans le futur. Donc, pour moi, comme je disais, les convictions personnelles, c'est ça, - oui ok c'est super l'impact positif sur le monde, je suis d'accord - mais ce n'est pas que ça, mais c'est aussi d'un point de vue de business. C'est un impact positif sur le business en lui-même.

M- Oui donc en gros vous pensez que, oui, ça peut avoir un impact sur le monde, mais c'est avant tout donc un avantage pour l'entreprise elle-même d'appliquer ce type de politique et donc, en général, en fait, c'est toujours plus malin d'appliquer ce type de politique pour son entreprise ?

X- Oui

M- Ok. Pensez-vous que cet acronyme ESG, est-ce qu'il est valide en soi ou est-ce que selon vous, parce que c'est vrai qu'il y a beaucoup de voix qui s'élèvent par rapport à ça, est-ce que l'agrégation de ces trois critères, elle n'est pas un peu problématique parfois, c'est à dire que parfois, il y a des politiques qui vont plutôt mettre l'accent sur un aspect du pilier, un aspect de l'ESG, tout en « underminant » un autre et donc parfois, une société, c'est un peu compliqué de la juger sur base des trois aspects en même temps. Je ne sais pas ce que vous en pensez.

X- Non , moi je pense, si je vois un petit peu le passé, que là maintenant tout le monde utilise ESG, parce que c'est plus facile, ça a un petit peu standardisé. Maintenant, tu parles de l'ESG, donc moi je suis en faveur de l'acronyme ESG parce que ça simplifie un petit peu la vie de tout le monde et ça aide un petit peu aussi à classer dans E, S et G. Donc, moi, je trouve que c'est ça aide, mais aussi de l'autre côté, ça devient très « compliance », ça devient très « data driven » et tu perds un petit peu l'aspect « sustainability », parce qu'avant c'était « sustainability », le terme un peu plus large, et là, maintenant tu parles de l'ESG and it is dedicated to E, S and G . Tu vois donc ça, c'est un petit peu l'autre part de la médaille que je vois, si ça a du sens ce que je dis.

M- Je n'ai pas très bien compris la fin, je vous avoue.

X- Ce que je voulais dire, c'est que je suis en faveur de l'acronyme ESG parce que ça simplifie la vie pour tout le monde.

M- Pour les investisseurs notamment

X- oui et ça aide à catégoriser les choses dans E, S et G, dans les trois piliers, oui, mais, de l'autre côté, en utilisant beaucoup plus le terme ESG et cette classification, on perd l'aspect de durabilité parce que, à nouveau on parle de l'ESG, donc ça devient du reporting, ça devient des données et tu perds un petit peu l'aspect plus « sustainable », enfin, de « sustainability », ça va au-delà de l'ESG.

M- OK, donc vous pensez qu'il y a des entreprises qui vont se cantonner à être compliant ESG en oubliant un peu l'aspect plus global que ça représente qui est de faire du bien autour de soi, l'environnement, sustainable...

X- oui que c'est aussi de la transformation parce que tout le monde parle de l'ESG, que c'est « les données », « tu dois faire le reporting », tu penses à « sustainability » comme « je dois faire mon reporting »

M- Donc, c'est devenu vraiment quelque chose de purement « compliant » et qui n'est plus aussi bienfaisant qu'avant, je suppose.

X- Oui.

M- Mais est-ce que vous pensez que par exemple la CSDD, ça aura peut-être un impact là-dessus, celle qui arrive, donc la Corporate Sustainability Due Diligence directive qui va forcer en fait les entreprises à faire une réelle due diligence environnementale et pour les droits humains dans leur chaîne de valeur. Est-ce que ça va forcer les entreprises à prendre des actions plus concrètes et à imaginer des solutions plus innovantes pour rendre leur business durable ? Et donc peut-être ça va faire moins de comme vous dites de « pure compliance », ou qu'est-ce que vous en pensez ?

X- Ça, il faut le voir avec le temps, dans le sens que l'idée de base, oui, super, oui, sûrement, et puis, dans la pratique des choses, et tu le vois un petit peu dans comment la CSRD est faite, comment le SFDR est fait... Une chose, c'est l'ambition, super, et puis dans la pratique, tu vois que les sociétés pour l'implémenter et à nouveau pour être compliant avec l'ESG, ils trouvent des moyens pour « still to be compliant » mais que tu perds un petit peu l'ambition initiale qui est de vraiment changer les choses.

M- Ouais, au final, c'est juste un rouage en plus qu'ils ajoutent à leur machine et hop,

X- Exactement

M- Hop, ça devient un petit coup en plus, et maintenant, on est une société verte avec un petit badge vert donc, top, mais ...

X- Oui, exactement donc oui la CSDD à nouveau de base l'idée, c'est super sûrement et ça va changer quelque chose, super, mais les sociétés qui étaient dans le « scope » de cette réglementation, au début il devait être plus de sociétés et puis avec la commission, a eu des discussions et, au final, ça va impacter moins. Ça va impacter, oui, mais le scope des sociétés est moindre.

M- le scope des sociétés est réduit

X- Oui le scope des sociétés est moindre que la discussion initiale ok oui

M- Vous parlez de la CSDD ?

X- Oui

M- Ok mais oui, oui, forcément, mais est-ce que vous pensez que justement l'UE aurait dû être plus gourmande et prendre en compte plus de sociétés ? Est-ce que vous pensez qu'elle aurait dû avancer plus vite et donc prendre en compte plus de sociétés directement ou est-ce que vous n'êtes pas satisfait avec l'équilibre actuel ?

X- Ce n'est pas mal dans le sens que « it sets some standards », on commence quelque chose. Et puis, une chose, c'est les ambitions, et puis, il y a la réalité aussi de l'économie et donc, la CSDD comment c'était sa partie très large pour inclure beaucoup de sociétés et puis avec les discussions etc, le « scope » a un petit peu rétréci.

M- Mais, moi, je me dis personnellement que c'est peut-être plus réaliste parce qu'ils se sont rendus compte que aussi à mon avis pour des petites sociétés, ça va être plus compliqué à implémenter toutes ces obligations de « due diligence » d'un coup. Donc, oui, d'une certaine manière ça peut être plus raisonnable de lieu d'avancer plus lentement, mais c'est vrai qu'il y a aussi tous ces objectifs qu'elle s'est fixés.

X- Oui, c'est un très bon point de départ.

M- Ok. Aussi, on parle du fait que tout ça, en fait, c'est juste des coûts en plus pour des sociétés, parce qu'il y a beaucoup de personnes qui disent que toutes ces obligations, c'est juste des coûts en plus pour des sociétés qui ont déjà beaucoup de coûts dans l'Union européenne, qui doivent déjà faire beaucoup de compliance. Forcément pour la société Z, ça fait de la clientèle en plus mais, d'un point de vue agrégé, est-ce que ça risquerait d'affaiblir en fait le marché européen par rapport à d'autres marchés, peut-être le rendre moins compétitif, selon vous ?

X- Peut-être, oui, dans le court terme et, à nouveau, comme on disait avant, ça devrait apporter des avantages dans le long terme. Donc oui, business-wise, peut-être que c'est un coût additionnel là maintenant, mais ce coût, tu vas voir les résultats dans les années qui suivent. Donc, voilà, oui dans le court terme mais en théorie non dans le long terme.

M- Oui, mais est-ce que, justement, cette garantie d'avoir un avantage à long terme de ceci, il ne pourrait pas être impacté d'une certaine manière c'est-à-dire par exemple, aujourd'hui, il y a des entreprises qui ne sont pas sûres à cent pour cent de faire de l'ESG parce qu'elles se disent « oui mais si ça se trouve, c'est plus une tendance qui va peut-être shifter par exemple avec la situation politique - on l'observe aux Etats-Unis - mais c'est moins le cas en Europe où les gens sont plus « oui, ESG, c'est bien et c'est tout ». Mais est-ce que c'est garanti que justement, ça avantage sur le long terme ou est-ce que ça pourrait changer en fonction de justement plein de différents facteurs, selon vous ?

X- La question, c'est : est-ce que l'ESG, ça va changer dans le temps ?

M- Oui, oui ça pourrait être ça la question, mais c'est vrai qu'on ne sait pas encore ce que l'ESG sera dans cinq, dix ans. Donc, par exemple, certaines entreprises pourraient être assez réticentes à investir dedans parce qu'elles pourraient se dire « oui mais ça va changer du tout au tout et, au final, ça va plus être un désavantage à court terme qui au final ne sera pas vraiment compensé à long terme » ?

X- Non, parce que l'ESG, « it is here to stay ». Donc, si tu ne le fais pas maintenant, ... enfin, tu dois le faire parce que ça va rester. Enfin l'ESG, c'est comme la CSRD. C'est, comme chaque société doit publier les financial statements, là maintenant tu dois faire la même chose pour l'ESG. Donc, si tu ne le fais pas aujourd'hui, tu dois le faire demain si tu veux rester dans le marché et si tu le fais demain, ça va te coûter plus et si tu le fais demain, ça se peut qu'il y ait des « penalties », ce qu'on disait avant. Oui, donc, voilà, « it is here to stay ».

M- Selon vous, cette tendance qu'on observe aux Etats-Unis, elle ne risque pas de s'exporter ici en Europe ?

X- Non.

M- OK et pourquoi est-ce que le marché européen fonctionnerait de manière différente que le marché états-unien ?

X- (rire) parce que -ok, là, c'est une blague - parce qu'ils sont américains !

M- Mais, on comprend déjà beaucoup, ça explique déjà beaucoup, oui

X- aussi parce que oui, ok, là maintenant, d'un point de vue européen, c'est beaucoup de législations, législatif, théorique etc mais, de l'autre côté, il y a le changement climatique, il y a ces problèmes et pas seulement l'aspect E de ESG mais il y a les aspects critiques sur le S, sur le G, donc si tu ne prends pas en considération ça, tu vas être impacté négativement en tant que société dans le futur. Donc, l'Amérique, les US, tu peux dire ok « ESG is bullshit today, it is greenwashing », ok, parfait, mais « le climate change, it is real » donc ça va avoir un impact sur la société américaine aussi dans le futur donc tu ne peux pas le prendre en considération aujourd'hui mais ça va t'impacter que tu le veuilles ou pas, ça va t'impacter toi aussi en dehors de l'Europe. Donc, les changements climatiques, tous les problèmes sociaux, « education », « work-life balance », tous les aspects S que tu peux penser, peu importe que tu sois européen ou américain, ça va impacter ta société aussi.

M- Mais, oui, à mon avis, c'est parce qu'en Europe, de ce que moi j'en pense, en Europe, on a plus une vision plus light de l'ESG. Je ne pense pas que c'est extrême non plus, c'est à dire que, oui, ce sont des considérations environnementales, ce qui est généralement accepté par tous, des considérations sociales, ce ne sont pas des considérations vraiment problématiques, c'est la manière « work-life balance », oui, ce n'est pas vraiment des choses qui divisent les gens. Mais aux Etats-Unis ça va plus être plus un débat, que « c'est woke » et « c'est bum » et donc, forcément, tout ce qui est administration Trump va dire « oui, mais tout ça c'est du bullshit » et ça va être plus clivant à mon avis comme paysage, alors que, ici, c'est plus, comme vous dites, juste du « compliance ».

X- Oui mais tu vois aussi que dans les US - tu prends l'exemple des US - il y a là maintenant les réglementations ESG qui rentrent. Il y a « The California Climate Act » même au niveau US, il n'y a pas la CSRD en soi-même mais il y a des réglementations américaines sur le reporting ESG, donc, même eux, ils doivent le faire, et aussi CSRD. Toutes les sociétés américaines qui opèrent en Europe, si tu rentres dans le critère CCB, toi aussi que tu sois américain, chinois ou peu importe, tu es impacté par la réglementation CSRD.

M- indirectement dans le marché européen, oui

X- Donc...

M- Mais c'est parce que je réagissais à des propos de Trump qui avait dit « oui, ESG is bullshit » et qui avait dit « quand moi je serai de nouveau dans le white house, je vais virer tout ça ». Aux Etats-Unis, c'est un peu différent qu'en Europe parce qu'il y a plus une insécurité par rapport à la viabilité de toutes ces législations et aussi parce que le public est assez divisé sur la question c'est-à-dire que, maintenant, l'entreprise, elle ne sait plus vraiment si c'est bon ou pas de d'investir d'un point de vue ESG aux États Unis parce que il y a certaines personnes qui vont dire « oui, mais si tu investis là-dedans, nous, on va être boycotté » et ce donc, il y a un peu ce revers de la médaille là-bas qui est sans doute différent ici.

X- Oui .

M- La dernière question : est-ce que vous voyez des tendances ou des évolutions majeures dans le domaine, dans les cinq à dix prochaines années ? Encore beaucoup de législations ? Comment est-ce que vous prévoyez que le secteur va évoluer selon ce que vous avez déjà vu ?

X- Pour moi, personnellement, je pense que l'ESG, enfin, durabilité, sustainability, à cause ou grâce aux réglementations, CSRD et les autres, ISSB et tous ces trucs, l'ESG, ça devient de plus en plus quelque

chose de « compliance ». Enfin, ça devient le rapport ESG. Donc, moi, je pense que, dans les prochaines années à venir, l'ESG, tout le monde va le faire et ça devient un reporting, un autre reporting à faire. Donc voilà, ça devient de plus en plus « compliance », ça devient de plus en plus juste un reporting que tu dois faire.

M- Ça deviendrait comme juste des données financières, en fait. Donc, on aurait une société qui parle de données financières comme de données non financières et qui ne fait pas vraiment de différence.

X- Exactement.

M- Oui, donc ça ferait juste partie de la pratique du business. Mais ok. Et ceci, ça pourrait, ce que vous dites là maintenant, ça pourrait être négatif par rapport aux objectifs que l'UE se fixe ou plutôt positif ? Ou plutôt entre les deux ? Le fait que ça devienne purement du « compliance », est-ce que ça pourrait affecter l'objectif de l'Union Européenne qui est de net zéro et cetera ?

X- Puisque ça devient plus du « compliance » ça devient plus du reporting, donc tu dois rapporter ces chiffres, ces informations, et le fait que tu rapportes aussi sur l'ESG, c'est du positif dans le sens que tu as une vision, une information dans la société qui comprend aussi l'aspect non financier, c'est positif parce que tu as plus d'informations sur l'ESG et en théorie, la société doit, peut s'engager à pour devenir « carbon neutral » etc etc, donc on théorie, tu ne dois pas seulement reporter l'ESG mais tu dois aussi toi-même devenir plus durable. Donc, théoriquement parlant, dans les années qui suivent, la société « has to be more sustainable », puis à nouveau « where is sustainable ? », voilà, ça c'est une autre question.

M- OK

X- donc oui, ça a un impact positif, on est plus sustainable, le green deal ...quand même une autre étape pour atteindre ça, oui, mais ça va prendre du temps quand même, hein. Parce que là maintenant tu as les sociétés qui vont mettre en place le reporting, donc collecter les données, et puis, tu as besoin de quelques années pour pouvoir avoir un plan 1. J'étais comme ça et 2. j'étais comme ça, de faire un différent plan comme ça. Là, maintenant, tu mets en place un système et puis c'est seulement dans quelques années que tu peux dire OK, « Now I am going to have a strategy », « now I am going to have a plan, and change ». Voilà, le changement, ça va être dans quelques années, avec les résultats dans quelques années, mais là maintenant, dans les prochaines années, on est dans la phase de reporting.

M- Donc les réels changements, on ne devrait pas les voir tout de suite, mais plutôt dans cinq à dix ans.

X- Oui ok, ok, je vois. Ok, je pense que c'est tout pour moi. Merci beaucoup d'avoir répondu à toutes ces questions. Je ne sais pas si vous avez encore des remarques à faire ou quoi par rapport à ce dont on a parlé. Ok, parfait, alors je pense qu'on peut arrêter l'enregistrement là.

Interview 3 du 19 juin 2024

M = Maximilian Doyle

X = interviewé (DG Climat de l'Union Européenne)

M- Hello. Let's start straight into the topic. What does the acronym ESG evoke for you in general?

X- Well, ESG which is happening for environmental of course, sustainable and governance. Terms is basically, it means internalizing and providing transparency on all the impacts of an enterprise. Sometimes now it's nicknamed as uh work uh ideological et cetera by some right-wing Americans. But the point is mostly about anticipating, raising awareness but also anticipating and delivering an indication of the crime on the environmental climate and social risk associated to the activity of an enterprise and also the risk induced in the enterprise for these elements, which is the classic double materiality. So it's more a matter of an efficient market working.

M- OK. So, you were talking about the woke part in the United States, et cetera. So what do you think are the biggest myths and misconceptions about the ESG criteria in this country, for example?

X- But the point is that, well, first, of course, there's a protection of lobby of fossil fuels. But the second, which also is a risk because there is an ongoing transition worldwide, we might be in the first year according to the projection which greenhouse gas emissions and fossil fuel consumption will decrease. So, ignoring it is, anyhow, increases the risk, the cliff head which and possibly inflates the share value of these companies whenever they haven't been such a transition in the medium to long term. So it's also a matter of short termism. Ignoring this element versus having a strategic view. And this is one of the main elements I would like to point out.

M- OK. So, how does the European Commission see these ESG criteria?

X- This is just an example, just an example. We think "OK but it's not now" et cetera. The transition is already ongoing and it's meaningful that according to Bloomberg, the peak of internal combustion engine cars in the world has been reached already in 2017. So the point is not that we might try to desperate attempts to evolve towards the future. Also due to the technological evolution, as well as the climate pressure, there is ongoing change which is already rolling faster and faster. So that's why we need anyhow an enterprise to acknowledge its dependency on some elements and its investment in order to make itself free from elements which are highly uncertain like fossil fuels

M- OK. So how does the commission now use these ESG scores in a way that can attain this transition to a more sustainable economy today?

X- Well, from the beginning, as you know, since the Paris Conference, to do one step backward, the idea was how we need a large amount of investments. And I'm not talking about just spending, I'm talking about investment. So there are new ways of producing energy which are cheaper, but there are also need for nature based Solutions in order to preserve the territory, to preserve its productivity, et cetera. So we talk about productive investments and these productive investments should be first boned by the public sector. In order to do it, we need to have to make the finance more sustainable or to orientate finance towards the sustainable investments. Be it with directly targeted tools like the green bonds or in general have using other benchmarks. And these are the ESG benchmarks which have to be disclosed in let's say a transparent and harmonized way in order to be credible. So you can see also, it's quite meaningful, the finance on sustainable finance in the EU sustainable finance framework, in the GPA home page in the commission, which is pretty clear. So we have a series of 10 different tools in order to evolve in it, we take on board all the benchmarks which have been identified at worldwide level, so it's not something which we create from to refence our own market. And we act upon the rating companies, the financial operators, et cetera in order to provide them some objective way of classifying the activities and to provide tools which can even be awarded like a label because they are aimed at something sustainable or adopt tools in order to support the trans economic transition and the new growing sectors. And it's the case for the typical financial instruments article nine that's called light green, sorry article eight or article nine, the light and dark green instruments of the sustainable finance uh uh uh pop, pop, pop pop, I don't call the exact name in English. Sorry. Sustainable Reporting. The no finance reporting directive and the sustainable finance reporting directive, SFDR.

M- SFDR in French.

X- SFDR , voilà, of course.

M- So there is something but it all this is all coming from criteria which has been defined in terms of overall benchmark at the United Nations level. And this is helped by huge effort that has been defined with the support of a wide ranging expert group, the expert group on sustainable finance in the exercise called taxonomy which defines basically it's a huge classification exercise, all the economic

activities, defining other criteria for all the economic activities which are potentially sustainable in order to be defined in line, according to the best available technologies, with the scenario for the 1.5 degrees set by Paris. So the economic transition scenario from that perspective. And as you know, there are six different criteria in this taxonomy. So it's not only climate mitigation, it's also climate adaptation, protection of the ecosystems and biodiversity, protection of water in terms of elements, waste production and consumption of raw materials and so on and so forth, all the air pollution. So the idea, the principal idea is to ensure that all these sustainable finance does no significant harm to any of these elements, but also contributes significantly in addressing one of these elements which are under stress due to the human activity, thereby easing the pathway towards sustainable development.

M- OK. So you just talked about all these new legislations that the EU enacted. And I was just wondering what did you notice that changed concretely since the adoption of this new batch of legislation? So from CSRD to SFDR, Taxonomy, have you noticed like big, big change in the sustainable finance environment?

X- Yes, I think, although we saw many troubles after the initial euphoria about ESG funds, for sure, we see that in every day's activity, all the corporates have problems in supporting activities or performing investments which are not taxonomy compliant. Taxonomy is a tremendous tool. And I quote you three formal examples. So it's much easier from direct interviews and exchanges, much easier for the automotive sector to get access to financing at good conditions including with the current high rates when they want to set up a factory for zero emission vehicles, vehicles which are taxonomy compliant or batteries, et cetera, et cetera. So this is versus doing investment in the usual logistic chain for internal combustion engine vehicles which are non taxonomy compliant. Or, in the case of an informal contact with an energy storage promoter which is something per se positive still they said, but we cannot propose any kind of battery because we propose NMC batteries which includes cobalt and nickel, which are quite controversial from a social and environmental perspective. Although not from a climate perspective, still, we don't get on board the pension funds or other investments which are interested in these long-term investments. So the whole we saw recently that NM hasn't performed in the last year as they used to and now they had to go, they had to give up the, since they haven't achieved certain benchmarks ESG bench must they committed to, they had to go on the common corporate bond market and not on the green bond markets and pay a premium on that. And this is Bloomberg. So the point is that, if you are not green, you pay more, if you are green, you pay less. So it's working, it's working for large Corporates in different sector from energy to automotive. So I see there is a substantial impact on the activities and the condition of access to finance.

M- You were just talking about the fact that Cobalt was good from an environmental point of view and less good for the environment

X- No, it can be a good tool for climate, meaning the fact that an efficient energy storage is delivering on the climate basis. But honestly, I don't believe in NMC batteries because they are so damaging for the environment, potentially damaging for the environmental point of view, but also so costly. So dependent on critical raw materials that when you have much better alternatives like LFP, you should avoid going on the really premium ones because they give 30% more energy, density now. But go on developing more research and innovation on the real low impact and low cost alternatives like LFP. And we see a tendency in the market including an automotive to evolve in this direction.

M- OK.

X- So anyhow, I see all the dimensions, it's not just climate but also the environmental and social dimension keeps on shaping investments and you cannot have just one.

M- OK. But do you think there's like because I think there's a few examples of this but cases where the E, S and G are not all correlated together and don't all work together in an aggregated way. So for example, for some firms like, of course, we think about Tesla, you would have a better environmental performance, less good social performance and this would give an overall score that doesn't really reflect the way the company is contributing to the overall uh, to sustainability, sustainable causes. Do you think like this aggregation between ES and G, is it always the best way to classify these things or is it better to consider these metrics in a separated way?

X- Well, I think no, you cannot sustainable. The three dimensional sustainable developments are there. So the economic, social and environmental and here we tend to be the urgency and to the overall dimensions, we tend to in the climate for environment and considering as such. But all in all, we have the six dimensions to our climates and for our environmental of the taxonomy of the do not significant principle which have to be encompassed. And we know that for any ESG fund, then you have to add the social dimension with a minimum, at least the minimum benchmark defined at the United Nations level. I think you should not give up, sacrifice something, one of the three dimensions. I understand that, technology wise, you might have some temporary transitional trade off on specific elements in order to substitute when you uh an element when it emerges that it implies some risk

which we were not where about the typical example is the progressive substitution of the fast in lots of applications including in lots of industrial application, including for instance in heat pumps where we succeeded in uh phasing them out. But in others such as membranes within batteries or cells, it can be more, can require some more here. So you can have some transition when something new acute emerges. But in general, you have to consider them altogether also because if you sacrifice biodiversity, of course, you go into an environment and ecosystem which is far less resilient to climate change and that's not acceptable either. So that's why the European approach is considered that you can do not significant harm, you can do no sign significant harm to any environmental component nor to climate, no significant effect, the cause a social crisis and being on the path for a sustainable development.

M- So the three metrics need to be intertoned

X- Yes, absolutely. You can have some tradeoffs but in basic due to emergencies, shortcomings or ongoing developments, but the medium to long term vision has to encompass all of them and to be progressive for all of them. And it's possible actually.

M- Yeah. So in your opinion, is there a link between ESG performance industry metrics as a whole and financial performance ?

X- In terms of access to, in terms of overall financial performance of pure SG funds. We saw it in a couple of years, then it disappeared. Apparently, maybe they were inflated, maybe there is a bit of reaction because honestly, the point is that we are now we are hitting our targets. Now, we saw a decrease in all the ETS emissions of 15% year on year in the commission, which means that now 75% basically last year, 75% of all electricity production was fossil free. Therefore, we are actually squeezing the business case for all the fossil fuel sector and these of course, causes trigger reactions. That's also why some ESG funds have been, I think hit by something that was artificial external reaction. But all in all, I think these funds are a bit safer and of course, they're not exposed to strategic shocks as the fossil fuels.

M- Ok.

X- And as I was saying, apart from the ESG, the pure ESG fund, access to credit is much better when you are ESG compliant, which means that this is the prevailing element in the market for future investments.

M- If your business bubble is more ESG compliant, of course, it's going to give you an advantage over your competitors in a society where everyone applies ESG and where ESG is the metric. But in general, for a firm that applies ESG metrics compared to a firm that just doesn't apply ESG whatsoever, will it be more sustainable on a business point of view in the long term than the other firm?

X- Well, I think in terms of ok, corporate, in terms of a supplier of the corporate, you are exposed to not only reputational risk but if you are not just too compliant but also the regulatory risk, but also the risk of being affected by disruptions of your supply chain or of your market. So all in all in the medium long term, it is, but it is always in the short term. We saw, I mean, of course, oil, the companies were benefiting from the war in Ukraine partially from the recent crisis in the Middle East, but it is due to the tension in price, et cetera. But that's temporary. All in all the vision is that we rely more on clean energies and on products which are not controversial from the point of view of ESG impact as a whole.

M- Yeah, I see from the regulatory point of view, of course, if you have to comply, it's obviously gonna be better to comply. But, for example, if you're a company in another part of the world or that doesn't have these regulatory obligations and you have this company in Europe that have these obligations, would it be better for the company that has the obligations or the company that doesn't?

X- If they actually work into different boxes and have no interrelation whatsoever with the other's world and they operate in a market which is in one case, sensible ESG and the other case totally ignores the dimension, then possibly this might even be a burden. But I think this is a price only for a very limited amount of enterprises. So enterprises which do not

M- have interactions in the whole world.

X- Yeah, you have to consider the supply chain of course and to which supply chain and which market do they supply because even in terms of final customers, do they work in an environment which is totally let's say, which totally ignores the ESG dimension.

M- Yes.

M- Because even if you go to Texas, the majority of the population is sensible to pollution and the elements. So, anyhow, you don't find an area of the world where the overwhelming majority of both population and enterprises are not sensitive to any of these ESG dimension.

M- Ok.

x- So if you totally ignore it, your market is going to shrink, I think in all the five continents.

M- Ok. OK. So...

X- In terms of red tape, I agree that possibly if they work in two totally separate environments, including in the supply chain, upstream and downstream, then it might well be that implies more red tape and certification of suppliers and checks et cetera.

M- So it could potentially mean more costs for the ESG compliant firm compared to this,

X- more costs

M- of course

X- In terms of investment costs in principle, this should be investment. So I don't see them as just

M- of course, but when you think about it right now, is it a guarantee because I've talked with people and it's not really 100% sure that these investment costs will actually benefit them in the long run.

They just know they have to do it because they have these regulatory obligations but it doesn't guarantee 100% that it's going to be a benefit in the future.

X- But I think, I think mostly it's on the level of the operational costs because if we go to investment costs, you do an investment with a, I mean, this is if you choose to go to something like let's say steel industry and do a massive investment to do green steel and this is massive. Let's take really the biggest step possible. So, but I consider a couple of things, future car border adjustment mechanism, future cost of importing steel set up in order to see how I position with my competitors, competitive advantage on the market where market segment that needs green steel for some reason, difference with ETS cost because it will not emit basically, if you do it with a fully fledged direct reduction of iron with the green hydrogen plus electric arc furnace, then you emit zero. You don't pollute the area. You don't have pollution abatement. You don't have problems of compensation of the population. You have far less measures in terms of health and safety at work. And you said, ETS as I was saying, so which is anyhow, will go up to €100 per ton of CO₂. You compare it with the cost of green hydrogen supplied which is supposed to have a long term concern through PPAS or green electricity. And you need roughly two thirds less energy or less, 60% less energy can correct, at least for the first phase. You make your calculation. But I assume that you have quite a rational in order to ensure that there's a return for investment and it's just not just reputational. You have all the elements. If all in all it does, it's not worthwhile, you don't do it because you are not forced to.

M- Mhm. Ok.

X- You can have a market for gray steel. You pay it but from 2026, 2027 Ok, the imported steel which has not paid it will have to pay to the CEBAM. So you, you have a market which is quite predictable and you have the two options in the market. One you go really green and the other one is that you stay in the business with the Coke, et cetera and you pay your ETS for at least the next 10 years. You can certainly do it. Then ETS will go very low. You will have to compensate to see because it will go close to zero. But it's an option. We have to be sure that we don't burden them. But if you do an investment, you because you have one to the other. So I'm not so convinced that I, but if they complain, I mean, there are no mandatory standards from that perspective.

M- So, how can I ask a question: in your opinion - so it's more tricky question - what type of companies benefit the most from ESG in general? Are there some companies that can bear these costs more or is there a company, a type of company that usually performs better in ESG wise than others?

X- Well, I think new companies popping up in developing markets, developing not in our market but in market segments which are developing thanks to the green nature, of course, have new business opportunities. It goes without saying. So this is a pretty good opportunity for them. So you provide green electricity, You provide fast free PV panels. You provide green hydrogen, electrolyzers, hydrogen or you work in the grid in order to make it smarter, et cetera, charging points, electric vehicles, and so on and support. Or we saw it recently with the large group Calzedonia, Intimissimi et cetera. You improve your performance, environmental performance and provide more silver economy rice and clothes. Then you occupy a certain niche market of consumer, which are environnementally considered aware. So you have opportunities in terms of labelling, in terms of ease of access to financing, in terms of being in one of the new sector that ESG will trigger for funds and financing will be focused on it.

M- OK

X- It can also be a small enterprise providing services can be also indirect meaning can be induced by a need, you satisfy a need for something greener and including in terms of consultancy or as a supplier or as a producer of green electricity, of course, because that goes also with green hydrogen, whatever, why not?

M- And do you think that medium and large companies have a strategic advantage compared to smaller companies in incorporating all these new ESG costs ?

X- In terms of operational cost and know-how of cost for blood companies. And I think the like of Amazon, IKEA, we saw them, I mean it's a no brainer for them. They study et cetera and they also do a bit of cherry picking because they can do a bare minimum but it can also leverage on their assets.

So they make the calculation and say I want to have one day totally decarbonize split. But I combine it with the logistic model which is fit for purpose with the depot charging at my own devices. And by the way, I use it also to provide electric charging, public electric charging for electric vehicles, so I use my warehouses to produce green electricity. And by the way, I'm also selling pip panel. So clearly for them, it's a bunch of opportunity more than risk. For an SME, it depends. If it's only induced as a supplier of a big enterprise, it can go theoretically up to going into trouble. But if it's a simple process, if they have simply to switch some raw materials in order to squeeze the impact. and to also some more predictable green energy, I've spoken with plenty of for instance, a textile or similar sectors enterprises which are complaining with the difficulty in ordinary access to financing and in the permitting for doing self-production of cleaner energy in order to be more self-sufficient and less reliant on energy costs. And they might hope to have both sold partly by the ESG and partly by the pressure for the overhaul and the reforms in the permitting which is also triggered by the net zero industry art ow you etcetera. But this wave of green initiative which accompany this transition and

M- Is this all making it potentially more difficult for SME to enter the European markets or do you see it more as an opportunity for them?

X- Ah It's both, it's a bit of both because yeah, it depends on the specific positioning and type of process of SME. If it's a process where between supply, et cetera can be easily converted and jump on the, let's say higher end market, thanks to the green labelling, then fine. Eco labelling is a clear example. It's ty objective and it also means basically that you are doing a good product because it means that you do something which is efficient from the energy point of view, et cetera. But you have very objective criteria according to specific well identified processes. So if you can comply with them, less "depos" in paper production, et cetera, it is mostly in sourcing of raw material. Then you can easily improve your performance and getting a reward and official labelling and reward for it. If you cannot however or if you need to shift business, then it's a trouble. You will have winners and losers.

M- OK? I see. Yeah, obviously, at least we incentivize these smaller firms to act in a more responsible way. So at least the winners will be more responsible, I guess also.

X- That's true. Yeah, I acknowledge that I don't have the visibility and the overall impact on their reporting. But it's true that honestly we target clearly a clear level obligation for corporate levels, not for SME.

M- Yeah. Yeah, maybe more how to reward the SME which are compliant, how to make them visible, et cetera.

M- Yeah. Yeah, because obviously I think like CSRD et cetera, even though CSRD has a bigger scope than NFRD before. It still doesn't encompass SME but I'm just talking about it because CSDD kind of addresses the whole value chain. So now we have these ESG issues that are indirectly affecting these SME so that's why I'm asking the question.

X- That is appropriate

M- Yeah, and also I would like to talk about, so there's this new piece of legislation that has been adopted by the commission and that also went through the Parliament and the Council and it's about the, you probably heard about it, the EG rating agencies. So there's this new, you heard about it and, I was wondering because now as the commission heard a lot of critics from the public, the stakeholders, everyone about the fact that there was different scoring ages and these scoring agencies gave a different ratings and we didn't really know how they gave the ratings, they had their own methodologies, they, depending on the company, could get a very different score. So it was, I think as people most people described it as a wild west and yeah, so it's good that the EU acts in this domain and enacts legislation. But do you think that this will help in this regard?

X- Well, OK, not being from the GP so always to be taken into. But of course, we know that the problem acting on the rating agency was already one of the 10 topics of the Sustainable Finance section plan because this is crucial. I mean, you have to provide them also with the tools for standardized appraisal because otherwise we are, as you said in the wild West, but also because they, they are demanding of it, they look for standards, they look for credibility. The business is all about credibility and it not only after the 2008 crisis, which showed how the financial rating itself, the pure financial rating itself was not so credible. So, the more we provide something which is objective, standardized, et cetera, the better it is for also for the predictability and exercise for the enterprises themselves don't want to come with a magic wand and provide you a certain rating. But you know, it's someone that certifies the work you have done according to methodologies like the ISO 9000, I mean, for quality certification as well, I mean, this is end and evolution which in the past now also the performance, et cetera. So it's all more complex, but it tends to be defined according to clear objectives and well known criteria. It also creates cultural needs.

M- Yes.

X- So you know how to orientate. How do I have an enterprise that from a dual materiality point of view is safe, safe from reputational, from liability point of view, but also it's safer from the point of view of exposure to the impact on the enterprise itself of all these elements.

M- Also, do you think it would be better to have some sort of a public scoring agency that would give scores based on the reports, the CSRD reporting, the CSDD reporting that we make, take all of these documents into account and give some sort of score based on taxonomy, based on objective metrics of the European Union. And then we would have same scores for every big company in the EU. Do you think that would be better or is it better to keep it that way with private companies that score where we always have this risk of having a different score depending on the company? Because even if now with this new regulation, we regulate these companies saying "oh yeah, you have to be approved by this...", it still means that in the end, they have their own methodology and they have their way of working, which makes it of course the end result different.

X- Well, I mean, this is a clear political decision which goes above my level. And it anyhow for the regulator of the financial markets.

M- Yes it is more of an opinion

X- So I'm not convinced that we can have an overall agency which is able to rate the public body, which is able to rate all the enterprises in an objective way. And I'm wondering whether this is the role of the public because eventually either we trust the markets or not. But it's true that in some cases like the financial, like the banks. Banks are supervised by institutions including the central banks which appraise the climate rating de facto, the climate risk exposure and how they communicate it, the transparency in the in the reporting. So we have the European Central Bank which will provide critical reading but critical remarks on some banks for their exposure to the climate risk or their reporting on it. So there are elements which are under a sort of public authority, for instance, in this. although it's kind of public authority in the financial sector, I think for an enterprise, it's more a market-based tool that should work. But that's my opinion.

M- And also maybe more of a political question. I don't know if... I mean, it's kind of a political issue. So I was doing an interview with a stability manager in the big four and he was telling me that EC ESG, he was very much pro ESG, he works with it all the time, but he felt like it was more becoming a very compliance thing and less a sustainability thing. I don't know how to explain it better. But yeah, yeah, it's like the European Union has great objectives, they want to responsabilize everyone and make everyone accountable. But in the end companies don't really act like they thought they would act and act in terms of profit thinking again. So in the end, it doesn't really change anything like you want to think outside the box. But in the end, everyone thinks inside of your new box that you created. I don't know if, what do you think about this?

X- Well, I mean, the point is that something is making the existing processes more sustainable. Another thing is developing sectors which are linked to the transition and then for degree sectors which are linked to pathways which are not sustainable. So, all in all, we will have less refineries, less oil companies, less strong assets on fossil fuels, coal, thermal power plants, more investment in grids. So one thing is having some enterprises doing their business in a greener way. So I do only 100% recycled aluminium with green electricity, et cetera. Fine, then you can squeeze significantly. Another thing is that there is no sustainable refinery and there will have to be less refineries and much more investment in the electricity grid charging flexibility mechanism, et cetera, et cetera. So there are some plastic enterprise that can improve, some which will have to decrease significantly in terms of the market shares in operation and some new ones that will have to be boosted or even created. Let's think of a sustainable direct lithium, sourcing, et cetera, et cetera, and refining and so on and so forth. So it's a transformation of the economy and so some will have some clear objectives, some will have to do their business to clean the kitchen, doing things better. Some others which will have to be born or to boom, in other, we have to squeeze or move away from one sector to the other to do some restructuring. It's different pathways. It's not one fit. So and not somebody that comes up with a totally new, new idea.

M- OK. But do you think there could be a better way of encouraging people to actually think outside of the box, meaning, OK, we have objective standards, etcetera and this makes it all very good because compliance wise, it's very easy, it's not that easy to follow but it's pretty objective metrics, so you can see it in a very compliant way, or is it better to give people more room for innovation and really try to target innovative practices from a sustainability standpoint and not try and give some benchmark for that everyone should follow and promote this thinking outside of the box? I don't know how to explain...

X- Totally personal opinion, partially the taxonomy is there as I was saying to do in a significant term, which means that it's defining some red lines and cutting out the negative activities or preventing them to have an easy access to the market, reorientate the market or something, which is done better. So

yes, it's more let's say an housekeeping exercise, which might not be the one. But although it already figures out when you go, not only on the DNS H but on the significant contribution criteria, then you, you rise up and you say, OK, look, the future of mobility is basically for large GDV, electro mobility and have zero emission vehicles fine. So this is quite strong in terms of change, but you could say yes, if I want to do sustainable mobility, I shall think out of the box, do 15 minutes city, incentivize micro mobility, walking. And that's true. This is a bit outside of the classic world of enterprise financing though. So you have totally new model of living, moving et cetera, which are emerging. These are not captured in this structure, this structure is how to reorientate the enterprise and corporate financing towards the most sustainable activities. But it doesn't necessarily bring about a radical change per se. M- But that's interesting because they promoted that this is a radical change, et cetera. But in the end, if it's just additional compliance that could help to transition on the long run, it's less like it, I don't know how but it makes it feel less, how do you say, less of a revolution than what it says?

X- True. But just an example: last year following a few years of activism, ESG et cetera as well as the energy crisis, of course, which is up significantly. The energy mix in Italy in Europe was something quite astonishing, that was 50% renewables and 25% nuclear, only 25% fossil fuels. So it means that we changed the energy pattern in a relatively short term. So that's quite meaningful in terms of impact. So even then you can say yes, but I could do dramatically less energy consumption if I, of course, any time we move by, I only move by bike basically in Brussels, et cetera. And my energy intake is 100 g of pasta for 60 kilometers more or less. If I want to measure, it's incomparably lower than an electric car. But still the idea is ok. We move away of fossil fuels and we have energy production which is totally decarbonized, which we absolutely need to keep things up and running. And this ship has been also strongly subdivided and eased by taxonomy. So there are major revolution undergoing when you ship from one, a sustainable pattern to sustainable ones which are already fine. Then you have an innovation dimension. So also how to do new battery, new sets, new EVs which are lighter, et cetera, et cetera. And there we have different instruments which are not the classic mainstream funding and financing like the Innovation Fund, et cetera. So we have €40 billion which goes to something but that is really innovative in terms of energy storage, in terms of process for energy intensive industries, in terms of carbon capture and storage, how to produce and use hydrogen, et cetera, et cetera. So we have instruments and we have research programs which are worth some €80 billion just of public contribution to **trick** breakthrough in the most let's say promising sector which are linked to the transition. So there is a dimension which is pure innovation from behavioural, from management of urban areas to industrial processes. And there's a level to say, move money away from something which is destroying the planet and put it into something which is in a credible pathway according also to all the bonus we have, for transition. So this is for sure if we support only something which is taxonomy line. We are moving away and not in incremental way. We are really moving away to something which brings us to substantially close at least to green greenhouse gas neutrality by 2050, which is in line with 1.5. But there's something that components which can be more innovative, which are supported with different tools and so it shall be

M- Yeah, and you're talking about moving away from all of these carbon emissions, et cetera. You mentioned that Europe was like 50% renewable

X- 25 nuclear and only 25 fossil.

M- But this is all obviously great. But, obviously, the question that is gonna follow is: "Europe, isn't an island?". We are in the globalized world. What do you think this will do to the rest of the world. For example, I've spoken to many people and they have told me: "Oh yeah, but Europe sets the standard and we are best in class". So we're showing the rest of the world how it's supposed to be done and it's going to influence the rest of the world. This is a very positive view of seeing it. But also maybe in a way, other people that are more pessimistic will say: "oh yeah, but Europe is shooting itself in the foot because now we're implementing all these things but we're sacrificing our own markets, our own industries and we're going so fast that we don't really have the time to develop these new industries". And we're just importing stuff from China. We're just importing solar panels, we're just importing batteries from everywhere. And now, OK, we're green, we're clean, et cetera. But we lost our industries and on the short term, we made a lot of costs and, if everybody continues doing what they're doing right now, we might make less profits because on the short term, the economy might be very much affected in a Europe that's not really doing well at the moment. I don't know what you think about that.

X- Quite the contrary. I mean, the biggest dependency that Europe has is import of fossil fuels. That's the biggest dependency. So the more we keep on the existing order, the more we are dependent and relying, we have increased our import last year, last in the last month of natural gas from Russia. So this is quite committing a suicide.

M- That's interesting

X- So no, we are not there yet. We are making good progress, but we are not there yet. We have a major vulnerability. Second, so far, the green transition and the investment that has triggered, which are not in terms of public investment has not led to the level of public debt or commitment in the US. We've been much more moderate but still has created a huge level of employment because we move from OPEC and flows to Capex to investments, so to productive investment. So it has decreased unemployment. We have recovered from the huge economic crisis and COVID. And so it is productive, it's producing productive investment, it's producing employment and it's making us, let's say, free from the worst dependency we have, which is import of fossil fuels. We are also champions of, by the way, we are also exporting electric vehicles to China, not as much as they are doing with us, but ok, this is something in terms of cost and profit are automotive, has a positive trade balance with China, which means that in the sector we are developing and as long as we don't lag behind for too long, we are competing. In the fact that we are the only ones doing it, I'm quite again, I'm objecting and we see the projection from Bloomberg now in the middle of the year that tells us that, this should be the first year where the worldwide greenhouse gas emissions are projected to decrease by between 2 and 2.5% year on year, which is major. And this isn't clearly the majority of this decrease doesn't come from Europe, which means that we are reaching the peak and the transition is affecting five continents. So that's why of course, with different speeds. But the two countries which invested more in renewables have been China and India, it's not Europe. So this is a worldwide trend. Thanks God, renewables are the cheapest source for electricity now, increasing numbers of PV solar and onshore wind. So that helps because otherwise it would be quite dramatic. But again, technological development, large scale investment has led to these results. And so no, it's a shared effort, is an economic need. Again, the point is that people complaining about this transition, most of the people that are paying the fact of high cost from fossil fuels including in the last crisis during the Ukraine, the war waged against Ukraine by Russia, we see also it in the impact of OK, the inflationary bubble, the Ok, the energy costs which are all driven by the most expensive energy input, which is natural gas, notably LNG and electricity generation to LNG and also fertilizer generation to LNG because they are still so crazy to use fertilizers which are made with the natural gas. So just to strip the hydrogen, it with the nitrogen and oxidize the nitrogen and makes the nitrates. So the idea is the more we get away from this model, the more we are generally stronger. Of course, we want to be involved in this logistic chain. But we are in terms of energy, not in PV panels, honestly, in terms of battery cells, we are producing quite a lot. We expect to reach an excess of capacity. So to be net exporter of battery cells, not of all the material but of the cells themselves. So the component of the batteries and batteries alike, this year by 2024. So to be really into the sector we are creating new segments, we saw the new electric Ferrari which will come up in 2025. OK. For the modest amount of half a million euros. So it's not exactly the affordable EV car but meaning that this is we are creating new segment and seizing new opportunities

M- But especially about cars, do you think? Because some people are saying, ok, it's great that we're switching to electric cars, et cetera, but maybe Europe is going a bit too fast. Ok, we have these goals, et cetera. We have these net zero emissions, blah, blah, blah, but maybe Europe is going too fast because for example, it's not maybe realistic to develop all these manufacturers and have these new engine industries in Europe for there to be enough demand, for there to be offers at a good price. For example, for electric vehicles, if everyone has to have an electric vehicle at the same time, it's going to be very expensive and, of course, demand is going to be very important, so European businesses have to follow and if they don't, there's a risk of them importing these vehicles. So maybe you to promote its industry should maybe move a bit slower in this regard. I don't know what you think about it.

X- The move is quite slow. The point is how long can we afford to be followers and not front runners? Because we are the first automotive can we afford to stay 10 years, 15 years late versus the Asian because it's not just the Chinese, I mean this is Koreans are doing, Vietnamese are doing EV and the Koreans are doing extremely good EV like the Chinese, the Asians have moved 10 years earlier on the hybrids and have learned lots of experience on electric engines and lithium ion batteries how to combine them simplifying the vehicle and not making it more complicated. So, scrapping whatever is not needed from a conventional vehicle, which is a lot. And, if you wait for 10 years before moving, then you are mostly done, I think because the future is, and will be electric also because they use one quarter of energy

M- It's not necessarily waiting, it's more waiting before enacting legislation that makes it mandatory for people to buy electric cars and ditch their thermic cars. To give more time to the European manufacturers, European industries, to develop themselves, to be able to sustain the increased demand.

X- The first target that increases demand, versus the old ones, which is already there since 2019 and was agreed with the industry, is for 2030.

M- Yes

X- So, the first increase is 2030. If you're not able to mass produce electric vehicles by 2030 it means our automotive industry will find it very difficult to survive.

M- OK. So you trust our businesses

X- If you say in two years you have to do 100% directive, I understand that. But although the transition was defined since 2019, so it's not something five years ago, but we say "let's increase the ambition by 2030 for the new cars", it means that, I mean, and we have Koreans, Chinese and Vietnamese which are invested like head of the sector plus Tesla, Ford, General Motors, Chrysler is investing more in the US maybe than they're doing in Europe. But you cannot have been waiting for more than 10 years and being competitive in the sector. I'm pretty positive on this.

M- Ok.

X- And there are reasons for that. They don't pollute, they need one quarter of electricity. This is no quarter of total energy, mean from 10 to 8. So that's why there's no for light duty vehicles, there's no alternative to electric vehicles in the medium to long range.

M- So you think that European industries will be capable of sustaining the demand? Basically.

X- Honestly, I'm uh uh

M- At an affordable price obviously because this is also the question because the basic European citizen doesn't have like 40,000 to spend on a car. You know, it's more...

X- The citizen spends more and more in cars because they buy more and more SUV and very expensive cars. So they usually spend 30 to €40,000 for a car. So, yeah, people like expensive cars and find the money to spend for that. But I agree that...

M- There are others...

X- This is, which I wouldn't spend more than 30 K for a car, be electric or whatever I would never rather do without a car. And then, but also because I don't use it much, but this said honestly, of course, there's a problematic of affordability and of course, you need to have cars, electric cars have to be no more expensive than internal combustion engine to say the least. According to Bloomberg, the cost parity should take place in Europe between 2026 and 2027. Of course, scale economy matters. The investment cost matters, but all in all an electric vehicle is a vehicle that cost, that has far less components. It's simpler, it has to be resilient, it has to be progressively standardized. But the trend is that they shall be definitely not more expensive but possibly less expensive than the same category of internal combustion engine.

M- Yes but does this take into account imported vehicles? For example, is this like a calculation based on the offering from China?

X- It is a production for scenarios examined by Bloomberg for we could totally produce the manufacturer in Europe, China and in the US. In China, they reached the cost parity of the cheapest is possible. In Europe, should be between 2026-2027, 2027-2028 for the US. Let's also take into account the fact that the cost of the batteries is plummeting. So now we are something which is for an LFP battery, 53 the last data from Bloomberg, 53 dollars per kilowatt hour, which makes you a battery for something like €4000. And that's the most expensive piece of an electric vehicle.

M- Ok.

X- And I'm talking about the long range one, not a city car. So this is more or less the current cost. It's true. We talk about Chinese manufacturing, we can have more expensive ones, but this is the range, you can even increase it by 100 and 50%. You don't come up with something which justifies a far more expensive vehicle.

M- Ok. ok. I see we've been here for more than an hour, so, I don't know. I'm going to just skip to the end if that's ok.

X- Perfect, absolutely.

M- I think. So yeah, how do you see the future of these ESG investments in the next 5 to 10 years?

X- (laughter)

M- So, do you think it's here to stay? Do you think it's here to, it's going to, obviously there's going to be more and more legislation. So how do you see it evolve?

X- But I think it's, it becomes, it will become a common standard. I mean, the ..., as you see, I'm not an expert. So don't take me not a real, a finance expert. I'm a technician. So, I think, there will be baseline [sic Green] ESG and there will be enhanced ESG like the "dark green" ones. So you will be those that are OK with the NSH and more or less the NSH compliant process will be the norm on most of the sectors. And then you will have the real performing funds which aim at something. Then for the rest, it will be still the financial market. You will issue bonds, corporate bonds according to only to your rating and you will have a certain market, might be marginally more expensive but, and the other one will be marginally or sensibly less expensive. I don't know, this is on the average. Then there might be some new "nouvelle vague" of ESG enthusiasm, interest by pension funds, retailers, etcetera at a

certain moment or less sensibility and doesn't know how this will play. I think it will be mostly a sort of baseline except for the real capital, corporate capital market.

Republican governors on, we forbid any SG something et cetera, all these were eventually not enacted because it was difficult to do it. It would have implied, ok, preventing any operator was also using GST funds or contributing GST funds to invest in the state, would have meant scrapping the state basically or having a state that has to rely on your self finance.

So eventually there were lots of propaganda, but eventually they didn't bite that much.

M- Because, from what I've heard, I think it was mostly, yeah, Trump mentioned it that it was also Vivek. I don't know if you see who it is, but maybe the next vice president for Trump if he gets elected. And he was saying: "yeah, ESG is a scam and if it has to be, it has to disappear and when Donald Trump is going to come to power, no more ESG. So we're just going to get rid of it". So I was just wondering, yeah, maybe for the European market. If USA becomes suddenly non compliant, this could have a big impact.

X- Yeah, it can potentially have a positive impact. Actually, they are the only labelled one, I think. And we saw that many US pension funds are also quite active on the sector. And we have a large foreign sovereign funds which are anyhow looking for several reasons also to clean their bad reputation, et cetera, keen on having at least a certain share or a segment which only deals with ESG. So I think there is a market opportunity anyhow. It won't be the magic wand again, but this is something which also means a bit less risky, more credible investment. And OK, not maybe for hedge funds to look at but...

M - So ESG is here to stay.

X- I don't see how we can revoke everything we've done in taxonomy, et cetera. No, nobody is even asking for it in terms of ...they're getting used, they know what to do, they have agreed a certain baseline which usually they are able to comply with and maybe the others are not. So it's even for many of these enterprises a competitive advantage also because something which is very important is a stable framework, incentivizing framework. I mean, if the framework and the criteria changes every commission, it would be disastrous.

M- OK. I think we're done. So, thank you very much.

Interview 4 du 20 juin 2024

M = Maximilian Doyle

X1 et X2 = interviewés (gestionnaires de fonds de la société A)

X2- Voilà, je vous présente Monsieur X1 qui est le plus qualifié chez nous en terme d'ESG. Donc je crois que c'est effectivement important de le convier à cette interview, beaucoup plus que moi qui vois ça avec un peu plus de recul, et on a effectivement parcouru les différentes questions. Baptiste répond sans problème et n'hésitez pas à poser des questions, ça doit être interactif.

X1- Comment procède-t-on ? Si je comprends bien, vous allez l'utiliser dans le cadre de votre mémoire, c'est dans le cadre de vos études, vous avez choisi une spécialité autour de l'ESG, comment ça se passe ?

M- Pas spécialement, je suis en cinquième année de droit, en master 2 et c'est une idée qui m'est venue il y a un an, quelqu'un m'en avait parlé, je me suis rendu compte qu'il y avait pas mal de législation au niveau du sujet, que c'était un sujet vraiment très juridique. Mais après, je me suis rendu compte que ça avait des liens avec d'autres aspects. Ça avait des liens plus politiques, plus économiques et vu que moi, je m'étais concentré sur tout l'univers financier, j'avais fait un travail de fin d'étude sur le délit d'initié. Du coup, tout ce qui était un peu financier, moi ça m'intéressait et je trouvais que ça rentrait parfaitement là-dedans, parce qu'il y avait des enjeux globaux, sociétaux et je n'ai pas vraiment eu l'occasion de me spécialiser dedans, je ne pense pas qu'il y avait des cours qui me permettaient de le faire. A l'université de Milan, j'ai fait mon quadrimestre et là, j'ai pu choisir des cours plus « durables » et cette année, j'ai vraiment axé tous mes cours sur mon mémoire pour avoir cette expertise.

X1- C'est un sujet d'actualité qui est bien mis en avant, surtout en Europe. Je suis gérant de fonds. Dans la société A, on gère des mandats et on gère également des fonds d'investissement. Je suis sur la partie fonds d'investissement et je suis spécialisé sur la gestion d'actions. Il y a plusieurs classes d'actifs, les deux principales étant les obligations, les dettes, les titres de créance et les actions, les titres de propriété d'entreprise. Je suis spécialisé sur les actions. J'ai fait un master en finance de marché, donc économie avec une spécialité finance de marché. J'ai commencé ma carrière professionnelle dans la Société Générale, dans la société de gestion de la banque privée de Société Générale à Luxembourg, j'étais assistant gérant de portefeuille discrétionnaire donc, à ce moment-là, je m'occupais des mandats et ensuite j'ai évolué après trois ans dans la société A où je suis rentré dans l'équipe de gestion des fonds. Dans ce cadre-là, j'ai pris au fil du temps que l'ESG était un sujet qui se développait de plus en plus. Dans la société A, on a cherché à se positionner là-dessus puisque on pense en effet que c'est l'avenir, c'est une étape par laquelle tous les acteurs vont devoir passer et donc on a décidé de se positionner assez rapidement dessus en créant toute une méthodologie d'investissement ESG de façon à obtenir un label, de façon à développer une expertise dans le domaine afin qu'on soit prêts pour l'environnement dans lequel on avance. Et c'est pour ça que maintenant je suis en charge de de toute cette partie ESG dans la partie fonds d'investissements.

X2- une petite parenthèse : Monsieur X de la société Z.

M- Oui je l'ai interviewé il y a deux jours

X2- Lui, effectivement, il avait également contribué au lancement de ce volet ESG au sein de la société A.

X1- Exactement Oui.

X2- Avant d'être débauché par Luxflag qui est un label SRI ici à Luxembourg et il a été un cran plus loin maintenant pour développer cette activité et c'est une passion hautement perçue.

X1- Oui, c'est lui qui a été à l'initiation de la méthodologie, qui a construit la base de la méthodologie qu'on a dans la société A, donc c'était vraiment son créneau !

M- X1, pouvez-vous vous présenter ?

X1- Moi, je suis moins concerné, je peux effectivement me présenter. Moi, en dehors de l'ESG que je vais faire développer, je n'ai pas contribué au développement de l'ESG en tant que tel au sein de la société A. Moi, j'ai travaillé d'abord au niveau académique, j'ai un différent parcours, ingénieur civil, également sciences de gestion avec l'option finance et une maîtrise en fiscalité aux HOC à Liège. Les deux premiers modules, c'était à Louvain-la-Neuve. Ensuite, j'ai commencé mon parcours professionnel au sein d'une compagnie d'assurances en Belgique qui était Swisslife dans le cadre du développement d'assurance de groupe pour les petites et moyennes entreprises et plus spécifiquement pour les professions médicales. Parce que, dans les années nonante, l'Ordre des médecins a autorisé les médecins à se mettre en société, ce qui était un point de départ pour eux. Parce qu'avant, l'aspect lucratif était mis de côté par l'Ordre des médecins. Ils estimaient qu'une

société c'était plutôt à but lucratif, etc. Donc ce n'était pas autorisé, mais dans le règlement, ça a été fait. On a pu développer des contrats d'assurance de groupe pour les sociétés SPRLU qui était la forme juridique choisie par les médecins à l'époque. Après deux, trois ans auprès de SwissLife, j'ai franchi l'étape de venir à Luxembourg parce que c'est une place financière qui me paraît incontournable, qui a un caractère international beaucoup plus ouvert que la Belgique. Et là, j'ai débuté auprès de Fortis Banque Luxembourg qui a été intégré dans la Banque Générale de Luxembourg. J'y ai travaillé dans différents départements, à la fois au niveau de la banque privée, je veux dire la gestion de portefeuille et de contact clients et également dans le développement du département banque assurance. Par mon parcours, il y avait cette facilité, les connaissances pour développer la banque assurance au sein de la banque privée de Fortis banque Luxembourg. Et pour finir, j'ai également travaillé dans un département de Wealth Planning vu que j'ai une maîtrise en fiscalité que j'ai obtenue tout en travaillant déjà à Luxembourg. Je l'ai fait quand j'avais une trentaine d'années. Et donc là, je travaillais au Wealth Planning pour aider la clientèle à structurer au mieux leur patrimoine et organiser toute transmission, planification, de leur patrimoine. Après la BGL, j'ai rejoint la Dexia BIL où j'ai travaillé cinq ans. Au départ, on avait un projet ambitieux de vouloir développer une vraie banque privée au sein de Dexia BIL. Mais la crise financière passant par là, la solvabilité de Dexia étant mise à mal, il y a eu un cost fitting immédiat et donc une réduction de coût avec des priorités qui ont été données et plutôt sur l'aspect à Luxembourg. Et donc on a vu que malheureusement, le développement n'était plus possible et c'est la raison pour laquelle aussi d'ailleurs on a développé la société A en 2010-2011 pour pouvoir finalement gérer de manière indépendante les actifs de nos clients et loger ces actifs-là au sein de banques dépositaires de qualité en termes de solvabilité et depuis, je suis, dans la société A, directeur commercial, directeur autorisé, je suis également un des trois directeurs autorisés référents à la CSSF, une autorité de contrôle, et également responsable du courtage en assurance au sein de de la société A donc on a une multi-casquettes mais une petite entreprise de vingt-quatre personnes et c'est ce qui fait que la plupart de nos collaborateurs ont différentes fonctions au sein de l'entreprise.

M- Merci beaucoup pour cette présentation. X1, je pense que vous allez nous présenter la partie ESG ? Qu'est-ce que, ce terme ESG, il vous évoque à vous avant tout ?

X1- Ce qu'il m'évoque avant tout ce sont des contraintes. Dans le cadre de notre métier, ce sont des contraintes. C'est l'administratif, ce sont de beaux principes. C'est la trajectoire sur laquelle se positionne l'Europe dans la gestion d'actifs. Ils essaient d'être vraiment à la pointe de toute de cette tendance-là, de cette thématique. Voilà, c'est ce que ça m'évoque. Ça prend énormément d'importance, ça gagne énormément d'importance. Et encore une fois, il y a eu plusieurs étapes. Il y a eu donc le lancement de toute cette thématique il y a de ça quelques années maintenant. disons que nous à Luxembourg, on l'a vu vraiment en 2017, 2018, c'est là où ça a vraiment gagné de l'ampleur. On en a parlé de plus en plus.

X2- C'est un peu un effet de mode au départ. On parlait d'ESG. Et donc, on a vu que les acteurs financiers ont commencé à faire des campagnes marketing autour de l'ESG aussi.

M- Avant tout. Il ne faut pas oublier que c'est une initiative purement des acteurs financiers, de la clientèle et tout, c'est un effet de mode aussi à la base.

X1- La clientèle institutionnelle, oui

M- oui, la clientèle institutionnelle, plutôt.

X2- C'est beaucoup de PIB réglementaire, l'ESG.

X1- C'est essentiellement de la réglementation qui va driver tout ça mais en effet où il y a eu cet effet de mode, les acteurs financiers se sont positionnés là-dessus en se disant : « voilà, on va fournir une offre - ça fait suite aussi aux accords de Paris - qui va peut-être répondre à cette demande des acteurs pour la plupart institutionnels d'avoir des investissements plus durables, d'avoir plusieurs métriques qui permettent de suivre l'impact que peuvent avoir ces investissements.

M- Oui

X1- Donc c'était toute cette thématique-là et, en fin de compte, ça a coïncidé très bien avec les mouvements de marché dans le sens où - encore une fois je me concentre sur les investissements - les principales entreprises qui répondaient à tous ces critères-là, je prends par exemple les fournisseurs de panneaux solaires, de technologies autour de panneaux solaires, à cette époque 2018, 2019, 2020, elles ont bénéficié d'un environnement de taux très bas pour capter énormément d'investissements à la fois du début du venture capital et ensuite de private equity et puis du iC, ce qui fait qu'il y a eu un afflux de capitaux vers ces acteurs-là. La performance a vraiment décollé, aidée par les taux bas et ce qui fait qu'on a vu des fonds à thématiques qui surperformaient le marché et donc beaucoup d'acteurs ont pu mettre en avant une sorte de surperformance liée à ces critères-là, donc on a fait tout un marketing autour de ça, donc ça a permis aussi d'augmenter un peu la popularité de la thématique, et donc ça, c'était cette première phase jusqu'en 2021 où tous les fonds

thématiques ESG ont bien performé, puis est venu 2022. Alors là, 2022, on a eu la mise en place plus concrètement de SFDR - le SFDR, ce ne sont pas des contraintes - il y a un mot clé dans la SFDR, c'est la transparence. C'est, peu importe la méthodologie que vous avez, il faut communiquer, il faut que les investisseurs puissent la comprendre, il faut qu'elle soit clairement écrite. C'est la transparence, c'est le mot clé. Donc, en 2022, il y a la mise en place de cette réglementation et il y a la guerre en Ukraine et les taux qui ne sont plus à moins 0,5 en Europe et alors ça, ça a changé dramatiquement tout l'environnement et les acteurs qui ont bénéficié de capitaux à moindre coût jusqu'en 2021 se retrouvent à devoir fournir une rentabilité pour leurs investisseurs et là ce n'est plus du tout la même musique.

X2- Paradoxalement, on avait également en parallèle le prix de l'énergie qui avait flambé et donc plutôt les valeurs pétrolières qui surperformaient largement le marché.

X1- Ca et bien sûr aussi avec la guerre en Ukraine, les valeurs de défense donc en fait tous les secteurs qui automatiquement sont exclus dans la plupart des fonds à impact des fonds ESG, ces acteurs-là se retrouvent à surperformer le reste du marché et tous les acteurs qui avaient eu le vent en poupe pendant trois, quatre ans avant, tous les acteurs du renouvelable, eux, c'est l'inverse, c'est l'effet ciseau et donc on se retrouve avec tout un environnement de fonds ESG qui sous performe le marché et une remise en question de « est-ce que c'est finalement viable ? Est-ce que les investisseurs ne préfèrent pas plus la performance financière à la performance extra-financière ? »

X2- Si je peux me permettre, c'est une réflexion que la plupart des clients investisseurs ont eue en se disant dans la période avant 2022. Ils se disent que finalement l'ESG de toute façon n'est pas une contrainte. En général, quand on parle de contraintes en matière de gestion, ça a un impact plutôt négatif sur la performance parce qu'on se réduit, on se limite à un univers d'investissements. Ici, ce n'est pas le cas. Il y a eu effectivement toute une tendance vers l'ESG pendant quelques années, mais, à partir de 2022, ils se sont rendu compte qu'il y avait une sous performance de l'ESG et donc leur réflexion, c'était « moi, peut-être l'ESG, je peux le faire d'une autre manière qu'à travers les investissements dans un portefeuille. »

M- Ce qui va un peu contre l'esprit de l'ESG, quand on y pense.

X2- Oui, oui, oui et non. Maintenant, le débat aussi quand on parle d'ESG, quand on prend une valeur comme Total énergie, est-ce que réellement on doit demain exclure un Total énergie pour des raisons d'ESG alors qu'ils ont quand même la volonté de développer des énergies alternatives et tout développement nécessite des ressources et donc si demain tous les actionnaires tournent le dos à des valeurs pétrolières, en fait, pour le développement, ça posera un problème.

X1- Et là, on va directement arriver à cette problématique-là, c'est qu'on touche un peu à la limite de cette thématique, c'est que rien n'est blanc ou noir et l'exemple le plus flagrant, c'est Total énergie. Comment on peut vraiment contraindre les acteurs de marché sur leurs investissements quand il y a plusieurs lectures. La lecture que l'on a : Total énergie, ils font du pétrole si on écoute « Les soulèvements de la terre », alors il faut l'exclure, très bien. Sauf que Total énergie à l'heure actuelle en France, c'est le premier investisseur dans les énergies renouvelables. Qu'est-ce que prônent « Les soulèvements de la terre » ? C'est une association très locale. « Les soulèvements de la terre », eux, ils prônent justement les investissements renouvelables, les énergies renouvelables. Donc c'est à la fois le plus gros moteur du développement d'un réseau d'énergie renouvelable et en même temps, ils font du pétrole mais, en même temps, le pétrole on en a besoin pour 80% de l'économie, donc c'est compliqué : soit on le voit comme un moteur de la transition, soit on le voit comme un fournisseur de pétrole et donc il y a plusieurs lectures et les deux sont valables puisqu'on a besoin d'investissement dans les énergies renouvelables donc, en quelque sorte, Total a par exemple sa place dans un fonds article 9, un fonds à impact.

X2- Exemple inverse : on parle de la thématique de l'hydrogène qui est naissante, mais aujourd'hui l'hydrogène, on fabrique l'hydrogène gris, l'hydrogène vert. Alors, on a le sentiment d'être en plein dans la thématique ESG environnementale alors qu'à l'heure actuelle, ce n'est pas le cas. Même chose pour les batteries, très bien d'avoir des véhicules électriques, hybrides et cetera, mais que fait-on pour le recyclage et la production de batteries, c'est quand même extrêmement polluant à l'heure actuelle.

M- Oui, mais, quand on y pense, c'est vrai que c'est un peu moins une révolution que ce qu'on pourrait penser parce qu'au final, les anciennes métriques de profit et cetera, elles restent, elles gardent la primauté sur les métriques plus vertes.

X1- Ca dépend. C'est là où la réglementation SFDR est plutôt bien faite, c'est qu'il y a trois typologies, vous êtes sûrement au courant dans le cadre de vos études, la SFDR, il y a un fonds, on peut rentrer dans trois catégories. L'article 6 qui ne donne aucune contrainte, l'article 8 où il fait la promotion de caractéristiques ES ou ESG. Et puis, l'article 9 où il se doit d'avoir un impact extra-financier et donc, la

distinction, elle se fait là : la primauté de la performance économique, elle va être maintenue dans les fonds article 6 et 8 mais elle passe au second plan sur l'article 9.

X2- Là, c'est un choix de l'investisseur.

X1- Voilà, c'est ça. La performance ne sera pas la priorité d'un gérant de fonds article 9. La réglementation répond en partie à cette question-là.

X2- Et finalement, ça dépend un peu aussi du cahier de charges qui nous est donné par l'investisseur. Parce qu'aujourd'hui, en termes d'investissements, bien sûr on doit établir un profil d'investissements dans lequel on intègre, je dirais réellement l'aspect ESG ou la préférence de la part de l'investisseur et le cas échéant, dans les mandats de gestion, on pourrait intégrer des contraintes ESG même si aujourd'hui, au niveau de la société A, il y a un choix qui a été fait à l'heure actuelle où l'implémentation d'éventuelles contraintes se fait uniquement à travers des fonds crackers, pas en lignes individuelles.

M- Ok, merci pour votre réponse. Est-ce que, selon vous, il y a vraiment du coup un lien entre cette performance ESG et cette performance financière ? C'est une question à laquelle il est difficile à répondre aujourd'hui, de ce que j'ai compris, mais je voulais savoir ce que vous en pensiez.

X1- Il y a plusieurs lectures encore une fois. Oui, on associe généralement une entreprise bien gérée avec une bonne gouvernance à une surperformance sur la durée, donc en effet il y a des facteurs qui impactent la performance sur le long terme et la bonne gouvernance fait partie de ces facteurs-là.

X2- Et notamment, ça fait un point qui peut paraître très important lorsqu'on parle d'investissements, notamment sur les sociétés des pays émergents. Vous pensez que la gouvernance n'est pas toujours top et là, au contraire, si ce point-là est clairement mis en lumière, ça peut être un gage de qualité pour l'investissement.

M- Ah oui, plutôt pour l'investissement d'ici dans un pays étranger ?

X2- Oui, oui, tout à fait, car nous devons faire du stock picking au niveau de sociétés qui ont leur siège social dans les pays émergents. S'il y a des garanties en termes de gouvernance, ça peut nous conforter dans le fonctionnement global de la société. Aujourd'hui, quand on fait le choix d'une action, quand on l'analyse, il y a toutes les données macroéconomiques, économiques fondamentales de la société. Mais l'organe de direction pour nous a une importance aussi, la transparence, etc. Un simple exemple, prenez la société Phillips qui a mis sur le marché des appareils médicaux défectueux. On a appris par la suite que ça a été volontairement fait, pour nous cela veut dire qu'on a une perte de confiance totale dans l'organe de direction d'une société comme Philips. M- OK donc c'est surtout un avantage réputationnel, selon vous ?

X2- Alors, oui, ça va nuire dans l'investissement. Si le management ne parvient pas à être transparent, ça pose problème pour nous.

X1- Ça réduit les risques de controverse en somme. Donc oui, sur la partie gouvernance, on peut déduire que c'est associé à une surperformance des entreprises. Sur la partie E et S, rien n'est prouvé. Il y a deux explications, ça c'est personnel. Déjà, l'historique est quand même relativement court.

M- Oui

X1- Toutes ces contraintes ES, les contraintes qu'on impose aux entreprises de rapporter des données sur les E et S, c'est assez récent donc c'est peut-être difficile d'évaluer.

X2- ce qui est plutôt aujourd'hui le E qui est important.

M- en Europe. Oui.

X1- Oui, on se concentre un peu sur le E.

M- Je pense qu'ils voulaient faire une taxonomie sociale bientôt.

X2- oui et un complément pour la gouvernance.

X1- Mais bon, la gouvernance normalement c'était déjà inclus dans les best practices. C'est difficile de faire un lien entre Surperformance et ESG même si beaucoup l'ont refait comme je vous le dis à l'époque à l'époque donc le renouvelable tournait bien. Maintenant après deux ans de sous performance, c'est moins flagrant.

X2- Maintenant, dans un portefeuille d'investissement et quand on parle d'ESG, ça reste une contrainte d'investissement. C'est comme si demain je disais « mais voilà, vous allez gérer un portefeuille mais uniquement avec des actions américaines ». Si demain le marché américain fonctionne bien, surperforme le reste du marché, on va dire « très bien c'est un portefeuille qui fonctionne super bien ». Si demain le marché américain est moins favorable, ça va moins performer. Donc une contrainte en matière d'investissement peut avoir des effets sur la performance positifs ou négatifs. Nous, d'expérience, en général, vu que pour la maîtrise de la volatilité d'un portefeuille, on aime bien la diversification, moins on a des contraintes, mieux on peut gérer le risque d'un portefeuille. Quelqu'un qui se focalise plutôt sur une contrainte ESG est conscient du principe que la performance vient en second plan.

M- C'est intéressant ça, parce que forcément quand tu es gestionnaire de fonds, à mon avis, la performance est l'indicateur le plus important que tu fais un bon boulot et si justement cette performance vient au second plan, ça remet un peu en question le système.

X1- Non parce qu'après, c'est plutôt qualitatif. Si on nous dit « vous devez vous focaliser sur l'ESG » et que le cahier de charges est spécifiquement mis en avant, c'est le premier objectif qu'on doit atteindre. Et donc je ne dis pas que la prime a tendance à être mauvaise. Mais en tout cas, il faut simplement être conscient que ça aura un impact qui pourrait être négatif sur la performance.

X1- Après là, il est intéressant de revenir sur la base de la demande de produit ESG qui en réalité vient des institutionnels, donc des fonds de pensions, des assureurs. Ce sont essentiellement ces acteurs-là qui sont en demande de produits ESG.

M- Ça vous arrive assez peu qu'il y ait un particulier qui vienne et qui demande de l'ESG ?

X1- Le privé, oui, il y en a mais très peu et en réalité, c'est plus un en fin de compte, toute la thématique ESG est plus dans une approche de bushing c'est-à-dire que c'est à l'offre c'est-à-dire à nous d'éduquer les investisseurs sur qu'est-ce que l'ESG. Puisqu'au final, ils ont peut-être entendu ça mais

M- il y a des obligations dans le SFDR

X1- La SFDR vise à améliorer la communication, c'est toujours très maladroit pour ça - je pense qu'il y a d'autres moyens de le faire - mais en réalité, voilà, c'est à l'offre d'éduquer. Déjà c'est à l'offre de s'éduquer elle-même, de se former parce que c'est quand même tout un domaine qu'on n'a pas appris par des cours de finance.

X2- Nous, déjà, au niveau entreprise, on doit se positionner par rapport à ça. En tant qu'entreprise, et puis après, il y a des sous et des investissements au niveau des fonds. Et il faut savoir qu'à chaque échelon, on doit se positionner et quand on parle des fonds de pension, je pense que naturellement, il y a une volonté d'afficher certaines vertus en matières d'ESG. Ce sont essentiellement les institutionnels qui vont demander ces produits-là et qui sont assez regardants et qui peuvent se permettre aussi de mettre de côté la performance sur un horizon de temps assez court.

X2- Sachant que si les premiers actifs qui sont concernés en tout cas par cette thématique, c'est quand même plutôt au départ les actions. Au niveau du marché obligataire, il est quand même compliqué de pouvoir garantir des normes ESG. On voit progressivement des greenbonds

M- Oui, il y a eu le règlement greenbonds.

X2- Mais je dirais ça reste quand même encore à la marge à l'heure actuelle. En termes de publication, imaginez l'importance du marché à haut rendement qui a pris en ampleur ici en Europe, il était déjà très important aux Etats-Unis, alors des petites sociétés de moindre capitalisation qui émettent de la dette, leur demander aujourd'hui de publier par rapport à l'ESG, de leur tête, n'imaginons pas, c'est juste impossible !

M- pour les petites sociétés, vous dites ?

X1- oui

M- Mais d'ailleurs pour rebondir sur ça, est-ce que vous pensez justement que, dans le monde de l'ESG, il y a des sociétés plutôt avantagées, des sociétés moins avantagées, surtout au niveau du critère de taille ?

X1- C'est tout le problème aussi, c'est que les petites structures n'ont pas les ressources. En fin de compte, le critère essence des principaux points bloquants jusqu'à maintenant, même si c'est de moins en moins le cas jusqu'à maintenant, c'était l'accessibilité des données pour les acteurs comme nous, mais, pour les entreprises, c'était de rapporter toutes ces données puisque c'est une quantité astronomique de données qu'ils ne devaient pas rapporter au début, ils doivent le faire maintenant. Ça veut dire embaucher des gens pour évaluer, pour enregistrer la quantité d'émission de NOX de telle structure, la distance qu'a parcouru tel véhicule entre tel ou tel autre point de vente à tel point de fourniture, c'est astronomique ! Pour ensuite pouvoir rapporter des données auprès des principaux régulateurs qui derrière sont distribués au marché. Ça, une grande entreprise peut se permettre d'embaucher dix personnes, Total va embaucher 1500 personnes peut-être, pour répondre à toutes ces questions-là mais une PME n'a pas les ressources pour calculer tout ça, pour enregistrer tout ça...

M- Après, le scope de la CSRD est quand même réduit, même s'il est quand même plus important que celui de la NFRD, mais je pose surtout cette question parce qu'il y a la CSDD qui arrive donc la Corporate Sustainability Due Diligence directive, donc la directive sur le Devoir de Diligence qui impose une sorte de due diligence en matière environnementale et en matière de droits humains dans la chaîne de valeur et, en fait, là, vu que c'est dans la chaîne de valeur, ça peut potentiellement indirectement avoir un impact sur les PME qui justement sont au bas de la chaîne de valeur. Donc, là, oui, mais je pense que même, dans l'environnement actuel, une PME, pour qu'elle soit « relevant », je pense qu'elle doit faire un minimum de l'ESG.

X1- Oui, oui, c'est même évident. Puis, en fin de compte, il y a un autre point, c'est que, lorsqu'un acteur comme par exemple Airbus va s'engager à réduire ses émissions. Oui, ils vont devoir adresser les émissions de leurs fournisseurs et donc leurs fournisseurs, c'est tout un tissu de petites et moyennes entreprises, parfois de quelques dizaines d'employés, et donc ces gens-là vont être contraints par leurs plus gros clients de leur apporter des données, d'investir pour réduire leurs émissions, contraintes de fait par toutes ces nouvelles réglementations en effet. Oui, par l'incentive qu'on donne aux grosses entreprises de réduire leurs émissions : un, deux et puis, trois. De fait, elles vont avoir ces contraintes-là et donc qu'est-ce que ça implique ? On repart sur un petit peu un peu plus global, c'est que les régions qui se donnent pour priorité d'avancer sur cette thématique-là vont compromettre leur compétitivité.

X2- Et là, on parle de l'Europe.

X1- On parle de l'Europe et ça, c'est leur tissu puisque le savoir-faire de l'Europe, c'est la réglementation. Les seules innovations qu'on est capable de faire, malheureusement c'est dans la réglementation. Là, on se met au-devant d'un risque de perte de compétitivité face aux acteurs qui prennent ça un peu moins au sérieux. Je ne sais pas si le mot est correct, je ne pense pas. Encore une fois qu'est-ce qu'on voit aux États-Unis avec Trump, avec le recul un petit peu, les principales voix du monde de l'investissement, les patrons de Vanguard, le patron de BlackRock ont décidé de reculer un petit peu en disant « là, ce n'est peut-être pas nécessaire d'aller si loin, nos investisseurs veulent avoir avant tout la performance ».

M- ils se sont faits fort boycotter ces derniers temps.

X1- Oui, c'est vrai mais ce n'est pas ce qui a empêché Vanguard de dire « ESG, voilà ». Larry Finck, le boss de Blackrock, est encore un peu là-dedans, il est challengé par ses actionnaires aussi qui lui disent « non mais l'ESG, vous allez trop loin », c'est même les actionnaires aux États-Unis qui disent « les gars, il faut réduire un peu la voilure sur l'ESG ». Les Américains au board de Total étaient aussi un peu pressurisés en disant « tout ce que vous investissez dans votre ..., vous crachez du 5% de return dessus, ça ne nous intéresse pas, soit vous nous le redonnez sous forme de rachat d'actions ou sous forme de dividendes, soit vous l'investissez dans le pétrole qui va cracher du 15% de retour ».

M- Oui. C'est parce que, à mon avis, aux États-Unis, c'est vu comme un investissement beaucoup plus risqué maintenant qu'il y a une partie de l'opinion publique qui vraiment s'est polarisé sur le sujet.

X1- Oui, c'est vrai, le problème, c'est que le pragmatisme des Américains fait que les gars priorisent avant tout le retour, la rentabilité et la performance. C'est peut-être moins le cas en Europe.

M- Oui.

X1- Bref, à terme, ça aura un impact en fait sur la compétitivité européenne.

X2- Il faut dire qu'on est plus contraints en Europe aussi.

M- Oui en général

X2- Imaginez en Asie, alors !

M- oui, vous pensez aussi que ça peut mettre en danger les entreprises européennes, le fait de produire du « européen », parce que j'en parlais l'autre jour justement avec Y (que j'ai interviewé avant vous), mais ce sont les industries, parce qu'on se donne beaucoup de goals et cetera au niveau de l'Union européenne, par exemple, on veut remplacer toutes les voitures thermiques par de l'électrique et virer tout ce qui est thermique. Mais je me dis « est-ce que c'est vraiment réaliste de tout remplacer quand on n'a pas l'industrie nécessaire pour le faire à un prix correct pour tous les citoyens ? ».

X2- Imaginez : si tout le monde veut brancher sa voiture électrique tous les soirs, les câbles de cuivre vont fondre !

X1- C'est tout le problème, c'est un sujet bien sûr qui est assez intéressant et c'est tout le problème de l'Europe, c'est qu'on a axé le discours là-dessus. Comme vous l'avez bien mentionné, toutes les institutions de l'Union européenne ont forcé l'offre à s'adapter à marche forcée, mais uniquement une partie de l'offre, en ignorant tout le reste de la chaîne deDonc on a eu en effet tout un pushing sur le véhicule électrique, sur les fabricants de voiture

M- Oui

X1- Et puis, les développeurs de réseau à côté n'ont pas été challengés, ce qui fait que, maintenant, on se retrouve avec un réseau qui ne serait pas capable de supporter toute une flotte de véhicules électriques. Ensuite, il y avait le deuxième point, c'est bien gentil de passer par l'offre, mais est-ce que la demande est là ? Et donc, là, si on écoute les dirigeants des fabricants et donc le responsable président de l'association européenne des constructeurs automobiles qui est Carlos Tavares le PDG de Stellantis, il a été assez vocal là-dessus en disant qu'on allait trop vite et que la demande ne suivait pas. La demande a été portée par quoi ? Il y a deux aspects : il y a eu premièrement, parce que les constructeurs ont attaqué le marché par le haut c'est-à-dire, que les premiers véhicules électriques qui sont sortis, c'était sur le haut de gamme. Donc, ce sont des véhicules sur lesquels ils ont pu marger

parce que le coût d'un véhicule électrique est beaucoup plus cher que celui d'un véhicule thermique. Ils ont attaqué le marché par le haut de gamme, donc, en effet, toutes les personnes les plus aisées financièrement ont pu s'acheter un véhicule électrique parce que c'était nouveau, ça avait l'air innovant et tout. Le faire passer sur le mass market, c'est un autre challenge. Deuxièmement, il y a eu toutes les subventions, les aides fiscales et autres pour l'obtention de ces véhicules électriques qui a incité encore plus la demande. Donc on est arrivé à un taux de pénétration, l'année dernière, qui était autour, il me semble, de 15% sur les nouveaux véhicules. Il me semble que c'était 15% de véhicules full électriques

X2- en grande partie aussi avec les sociétés de leasing

X1- aussi, ils ont leur rôle à jouer là-dedans.

M- Je pense qu'aujourd'hui c'est plus intéressant fiscalement de renouveler son champ de véhicules en électrique que thermique sur le long terme, d'un point de vue fiscal.

X1- sur le long terme, je ne sais pas, mais en tout cas les incentives fiscales sont là et par exemple au Luxembourg, le leasing n'est plus intéressant fiscalement si on opte pour un véhicule thermique

X2- dans une grosse année, ça devient catastrophique si ce n'est pas un full électrique, donc qu'est-ce qui va se passer ? Les sociétés de leasing vont souffrir parce que les gens ne vont plus en acheter, ne vont plus prendre un contrat de leasing et donc ce sera uniquement les achats personnels et fort à parier que les gens vont aller de nouveau sur du thermique.

X1- Donc, là, encore une fois, c'est une façon de stimuler la demande mais malheureusement la demande ne suit pas. Et qu'est-ce qu'on voit donc ? Comme je vous le disais, en 2023, on a eu un peu un taux de pénétration d'à peu près 15%. Les initiatives fiscales sont arrivées à leur fin dans plusieurs pays, par exemple en France, c'est à partir du 1er janvier 2024, beaucoup des subventions ont été supprimées.

M- en Belgique, on en a encore !

X2- pour des raisons budgétaires. Ils ont alerté hier contre la Belgique à la Commission européenne pour un déficit budgétaire excessif.

X1- L'aide publique n'est pas éternelle, ce qui fait que le soutien à la demande ne l'est pas non plus. Et donc, en 2024, on a un taux de pénétration qui baisse de deux points, il est de 13% sur les nouvelles ventes de véhicules, alors que toutes les prévisions de pénétration du véhicule électrique de 2020 à 2030 voyaient une fonction affine en somme. c'était une « non stop », ça allait être adopté de plus en plus, très rapidement, très visiblement. On est déjà sur un frein et donc là, j'ai rencontré Mercedes il y a deux mois qui sont très actifs sur leur développement de l'électrique en leur disant mais, en 2025, vous avez des chaînes de production qui arrivent full electric. En fait, pour construire un véhicule, il faut 8 ans à peu près. Pour développer un nouveau véhicule, il faut 8 ans, donc tous les véhicules qui vont arriver ces prochaines années ont été commandés il y a 7-8 ans, ont été lancés il y a 7-8 ans, ce qui fait qu'on était encore à l'époque où on voyait un véhicule électrique prendre énormément de parts de marché, sauf qu'ils vont aller sur un marché où la demande n'est pas suivie et donc les industriels de l'automobile sont peut-être allés un peu trop loin, poussés par les autorités publiques, poussés par les régulateurs européens, sans qu'en face, la demande ne réponde. Et donc on arrive à ce phénomène de : « est-ce que l'ESG contrainte par l'offre, contrainte par les pouvoirs publics, est-ce que c'est la solution ? Est-ce que c'est viable ? Est-ce que ça fonctionne ? ». Au final, c'est une question sur la méthode à employer. En effet, il est essentiel de réduire les émissions. Il est essentiel d'adopter des méthodes plus durables mais est-ce que cette méthode-là est la bonne ? c'est une question à laquelle on n'a pas encore répondu.

X2- Même chose sur la transformation énergétique, regardez l'exemple de la Belgique qui a la volonté depuis 20 ans de fermer les centrales nucléaires sans avoir de réelles alternatives. On va droit dans le mur. Et donc ils sont contraints de prolonger

M- Maintenant, ça revient un peu à la mode, le nucléaire.

X2- Oui, on ne parle plus de de fission mais de fusion nucléaire donc c'est tout un travail là-dessus, et l'Allemagne est la première victime de cela aussi. Malgré que ce soit le plus grand parc éolien européen, ils sont loin d'être autosuffisants.

M- Mais c'est un peu la crise énergétique en Allemagne

X1- oui c'est une crise qui émane des choix radicaux qui ont été pris à l'époque, sans étude d'impacts, sans évaluation pratique.

X2- C'est la même chose avec les panneaux photovoltaïques : aujourd'hui, la plupart des pays mettent en place des subsides pour investir dans ce genre de panneaux pour des maisons unifamiliales ou même dans les entreprises où on se rend compte que le nombre d'installations augmentant à une vitesse assez accélérée, et bien il n'y a pas mal de problèmes parce que le réseau de distribution ne parvient pas à absorber toute cette production. Donc l'infrastructure n'a pas été

développée en parallèle. Elle montre les faiblesses des décisions qui sont prises par les politiques à ce niveau-ci.

M- Je pense qu'on importe aussi beaucoup de panneaux solaires de Chine. X1- Oui, on n'est plus capable d'en produire en Europe

X2- C'est une histoire de coûts

X1- On en revient au problème de base qui est au final durables qui ont pu être développés jusqu'à maintenant grâce à des taux qui étaient anormalement bas et qui ont pu dégager un rendement disons acceptable, au-dessus du coût du capital. Maintenant, il est au plus élevé, tout ce projet économique, tout ce business plan est compromis, avec des taux à 3-4% , plus élevés sur les acteurs non cotés, ce n'est pas viable, ce n'est pas rentable, il faudrait un prix de l'énergie bien plus élevé, un prix d'électricité bien plus élevé, et sauf que le consommateur déjà qu'il a du mal avec son pouvoir d'achat - c'est un des sujets de préoccupation, c'est le sujet de préoccupation principal en Europe – avec un prix d'électricité plus élevé qui fait x 2, x 3, c'est impossible, socialement on ne peut pas absorber ça

X2- il va y avoir un choc inflationniste de nouveau et donc on va remonter le taux

X1- c'est un cercle qui est assez vicieux et sans intervention publique, sans financement public, à l'heure où les budgets sont sous pression, malheureusement, on a du mal à avancer. Les acteurs qui prennent le relais, qui arrivent à dégager du rendement, ce sont les acteurs comme Total énergie encore une fois et alors là, c'est une pétrolière. Comment ça se passe ?

M- Au final, ça n'a pas l'effet escompté.

X1- Oui, à l'heure actuelle, Total d'énergie et là où ils sont forts et là où ils arrivent à convaincre de plus en plus d'investisseurs américains, c'est que ce sont les seuls à dégager du 12%, ce qui est proche de leur rendement sur le pétrolier, 12% sur leurs actifs renouvelables, ce qui est énorme. Jusqu'à maintenant, les acteurs 100% renouvelables sont autour de 5-6% de TRI, de taux de rendement interne. Certains peuvent approcher les 10% mais c'est très compliqué, très compliqué.

X2- Imaginez un TRI de 5-6%, une Mill CAP qui doit se financer aujourd'hui à du 6-7-8%, il y a un problème, hein

X1- ce n'est pas suffisant pour dégager de la valeur

X2- quand on est à zéro pour l'autofinancement, c'était très facile mais aujourd'hui, ça va être beaucoup plus compliqué. L'équation est complètement modifiée.

M- Mais, justement, est-ce qu'aujourd'hui, vous pensez que, dans les best in class, dans les fonds article 9, est-ce qu'on retrouve plutôt des entreprises qui font beaucoup de R&D en matière d'environnement, qui font beaucoup d'innovation, ou alors plutôt des grosses grosses entreprises qui entre guillemets « comply » et qui en font un coût opérationnel et qui, au final, on s'éloigne un peu de l'esprit « sustainability » de toutes ces législations, on va plutôt vers un avantage parce qu'ils peuvent engranger ces coûts opérationnels ? Quel type d'entreprise selon vous des deux est le plus avantageé actuellement ? Ou est-ce que c'est plutôt un mix ?

X1- C'est difficile d'y répondre parce que les articles 9 en fin de compte vont se donner une forme de spécialisation, vont se spécialiser. Certains vont cibler justement les plus innovants avec une R&D qui cherche à innover dans la technologie ou autre, et d'autres vont aller vers une autre catégorie d'entreprises si elle tire un avantage de cette thématique, donc c'est difficile. Je pense que le rôle d'un fonds à impact c'est quand même de faire, comme son nom l'indique, c'est d'avoir un impact, donc c'est de faire avancer les choses. C'est d'aller dans la bonne direction et donc ça passe par l'innovation, ça passe par la recherche. Maintenant, ça dépend de la philosophie d'investissement des différents gérants.

M- J'en parlais justement l'autre jour avec Monsieur X de la société Z (que j'ai interviewé il y a quelques jours) et sa critique principale, de ce qu'il avait remarqué, parce qu'il travaille dans la société Z et il doit à mon avis avoir beaucoup de « compliance », pour lui, ça devenait vraiment une sorte de nouvelle métrique de compliance, ça perdait un peu de sa « saveur » qui était mise en avant dans l'objectif des législations à la base. Maintenant, c'est juste « comment je peux être aujourd'hui compliant ESG ? » : « vous pouvez payer ça, ça, ça, vous pouvez faire cette practice, ça, ça, ça, et cette practice garantira que vous serez compliant et peut-être que le score sera plus élevé, on ne sait pas ». Il y a des métriques assez claires donc, par exemple, acheter de l'électricité, acheter tel truc, investir dans tel truc et au final, je me dis que ça ne change pas vraiment. Ok, maintenant, ça veut dire que quelqu'un va plutôt acheter une voiture électrique qu'une voiture thermique, donc, il va être incité à ce niveau-là, mais, quand même, il n'y a pas de tellement d'innovation dans le processus.

X2- Maintenant je pense que c'est une conséquence directe de contraintes réglementaires. Une contrainte réglementaire, c'est-à-dire qu'il y a des gens qui mettent en place tout le cadre dans lequel on doit se positionner. Il y a des gens qui vont mettre en place au sein des acteurs économiques. Il y a des gens qui vont vérifier que ça a été mis en place. Il y a des gens qui vont

vérifier que ceux qui ont vérifié ont bien vérifié. Donc, toute une chaîne de valeurs réglementaires qui sont mises en place, comme on l'a connu pour d'autres réglementations. Quand on prend un Mifid qui est censé à la base avoir vocation à protéger l'investisseur et à avoir une certaine transparence de l'investissement, aujourd'hui, dans de nombreux cas, on est finalement à côté du résultat escompté par cette directive européenne, simplement est-ce que c'est du plus réglementaire, qui génère des procédures. Et l'auditeur aujourd'hui, qu'est-ce qu'il fait ? il « ticks the box ». Est-ce que les questions sont bien posées ou pas ? Non, elles sont posées et c'est tout.

Donc vous voyez, c'est ça, c'est une conséquence de contraintes réglementaires où, au final, les objectifs initiaux sont quand même finalement rarement pleinement atteints.

X1- En fait, c'est là où c'est une grande révolution. Et ça répond en partie à cette question-là, c'est la première révolution technologique qui n'a pas vocation à augmenter le confort ou à apporter un excédent de valeur économique. Puisqu'en fin de compte, la finalité c'est de réduire en effet la pollution mais elle n'est pas d'augmenter le confort ou d'améliorer la situation économique des agents et donc il n'y a aucune incentive naturelle pour les acteurs de se conformer à cette nouvelle thématique, à ce nouveau cadre réglementaire, C'est pour ça que ça devient essentiellement « on ticks the box ». Et puis on n'a pas d'incentive à faire mieux que le reste. On a une incentive à être dans les clous, à ne pas dépasser, et, dans ce cadre-là, en effet, c'est là que c'est difficile. C'est tout l'enjeu pour moi de cette thématique, que le monde a vraiment opté pour ça. C'est tout l'enjeu.

Comment faire adopter ça aux gens ?

X2- Et puis, au niveau de la population, est-ce que c'est vraiment réfléchi ? Lorsqu'il y a toutes ces manifestations, on voit des manifestations pour l'environnement, c'est très bien de défendre une certaine cause environnementale. Mais à côté de ça, tous ces jeunes-là, ils ont un GSM, ils prennent l'avion et cetera. Est-ce que c'est vraiment réfléchi, tout cela ?

X1- Oui, c'est plein de contradictions. Au-delà de ne pas apporter vraiment d'amélioration de la vie au quotidien. Elle pourrait même la dégrader si on allait jusqu'au bout de l'idée puisqu'il y a plein d'innovations technologiques dont on devrait se passer si on voulait vraiment avancer sur le sujet, il va falloir passer par des sacrifices. Donc, c'est ça qui est compliqué. C'est ça qui a plein de paradoxes dans toute cette thématique, et donc c'est pour ça que, pour certains, c'est un peu difficile de croire à l'ESG.

M- Même pour les promoteurs de l'environnement et cetera – il y en a forcément qui vont te dire « oui, ESG, c'est trop bien » mais c'est parce que généralement ils n'ont pas été jusqu'au fond du sujet, ils n'ont pas vraiment analysé le sujet parce que, quand tu vas plus profondément dedans, je trouve, tu te dis, c'est pas tellement « est-ce que vraiment ça a un impact sur toutes ces problématiques qui me tiennent à cœur ? » ou est-ce que c'est pas une excuse en fait de tous ces grands financiers pour ne pas avancer justement ces thématiques. Et c'est là où je pense que c'est assez intéressant parce que c'est comme une sorte de grand « scam » comme ça où, oui ok, on va faire tout ça, l'ESG, on a des labels un peu partout et, au final, on ne sait pas qu'est-ce que ça représente en fait dans la réalité, il y a un peu ce flou.

X2- Mais maintenant, il y a vraiment des choses concrètes qui sont faites, quand on prend l'évolution qu'une entreprise comme Solvay a connu, c'était une priorité pour eux, l'aspect ESG mais c'est vrai que beaucoup d'acteurs économiques ont voulu probablement également s'acheter une certaine virginité environnementale

X1- et c'est là où on arrive encore une fois sur la SFDR qui cherche et puis, plus tard, la taxonomie qui cherche à limiter le greenwashing – alors, ce sont des contraintes énormes en termes de reporting et de capture de données et autres - qui vise à justement à limiter cet aspect marketing mais, au final, on ne fait pas vraiment avancer les choses.

M- mais vous pensez que maintenant il y a moins de greenwashing qu'avant? Parce que l'objectif de ces nouvelles législations, c'était vraiment d'éviter ça au final.

X1- Oui, oui, je pense que c'est de moins en moins facile. Et puis il y a eu en fin de compte quelques exemples, vous mentionnez, il y avait une question qui portait sur les exemples. On a eu toujours dans notre milieu investissement, on a eu DWS qui était la filiale gestion d'actif de Deutsche Bank, qui il y a quelques années a été chopé justement pour greenwashing, ça a fait la une des journaux, c'est une énième controverse pour Deutsche Bank - ils y sont assez habitués, les filous - et ça a fait quand même le bad buzz. Derrière, toute l'entreprise est connotée, donc toutes ces controverses-là font qu'il y a de moins en moins de greenwashing dans l'industrie. Trop de risques, trop de risques.

X2- Avoir une bonne réputation, ça prend des années et perdre une réputation, ça prend quelques minutes.

X1- La mission d'un chef d'entreprise est de gérer ce risque-là et ça en fait partie. Je pense qu'en effet oui, de par l'inflation des données qu'on doit apporter, de par les différents audits, ils peuvent moins se permettre de faire du greenwashing, c'est de plus en plus difficile. Après, c'est peut-être une vision

utopique de ma part mais, quand je vois ce que les entreprises rapportent, les données qu'ils doivent fournir, c'est colossal. Il y a toutes ces entités supranationales aussi qui n'ont rien d'autre à foutre que d'aller dans les entreprises, voir ce qu'elles font et leur demander des rapports tous les ans. Il y a les United Nations Global Compact, il y a les SDG (Sustainable Development Goals), toutes ces espèces de myriades d'institutions supranationales issues des Nations Unies qui viennent challenger tous ces directeurs économiques. Derrière, il y a également le milieu de l'investissement dont on fait partie. Nous, on avait une politique d'engagement - on ne l'a plus maintenant, mais on avait une politique d'engagement c'est-à-dire qu'on devait lorsqu'on rencontrait l'entreprise, les challenger sur l'ESG.

M- Vous ne le faites plus maintenant ?

X1- Non, non, non. Puisqu'en fin de compte, déjà, on a un problème de taille c'est-à-dire que nous, c'est deux milliards. Quand on investit dans une entreprise, on ne sera pas un actionnaire majoritaire. Donc, on n'a pas vraiment de poids.

M- Donc il y a aussi ces problèmes de taille qui se posent au niveau des gestionnaires ?

X1- Les plus actifs dans l'ESG sont les institutionnels, les institutionnels sont les plus gros acteurs, sont les plus gros investisseurs et donc, eux, ont du poids. C'est pour ça que donc, en fait, tout le monde doit quand même montrer, faire patte blanche d'un point de vue ESG parce qu'ils sont challengés un peu de tous les côtés.

M- Mais, aujourd'hui, vous avez quoi comme offre ? Donc si, par exemple, je suis un client en particulier et je viens. « Ah oui, j'aimerais investir dans l'ESG dans la société A », qu'est-ce que vous leur dites aujourd'hui ?

X1- Alors, nous, on a deux options, soit on passe par des fonds internes, donc là on aura notre fonds Global Equities qui est article 8 qui a toute une méthodologie ESG qui est écrit sur notre prospectus, soit on utilise des fonds tiers

M- externes oui

X1- externes et donc là qui peuvent être article 9 donc des fonds impact si c'est vraiment la volonté du client et donc, à ce moment-là, en fin de compte, on peut parfaitement répondre à la demande d'un client qui vient avec des besoins ESG puisqu'il y a les outils nécessaires sur le marché pour répondre à cette demande.

M- Est-ce que ce n'est pas plus difficile au niveau des coûts de prendre en compte les sensibilités des clients de cette manière-là ?

X2- Mais probablement qu'un client qui aura la volonté d'ajouter une contrainte à son mandat de gestion, ça se répercutera dans la tarification appliquée. Il y a un travail supplémentaire.

X1- C'est un travail supplémentaire puisque la méthodologie

M- (rire) Ça rend le truc encore moins rentable au final.

X2- On veut bien respecter tous les choix mais, plus complexe ça devient par rapport au travail qui est demandé, plus la vérification doit évoluer.

X1- Quand on a une entreprise ou même un fonds, on a toutes les données fondamentales économiques qui sont à prendre en compte, qu'on va étudier pour savoir si cet investissement est viable, prometteur ou pas. Quand, en plus de ça, on rajoute l'ESG, alors là, ce sont des quantités de données supplémentaires qu'il faut analyser, qu'il faut traiter, c'est colossal ! Donc ça, c'est beaucoup plus de temps et donc c'est des ressources supplémentaires pour les fournisseurs de cet investissement dans le service financier et donc c'est normal qu'en fin de compte, le client demande plus de travail.

X2- Cela reste un choix du client aussi. Par exemple, quand on parle de la directive MIFID, là, évidemment, pour nous, réglementairement, ça impliquait des coûts supplémentaires pour l'implémentation, l'évolution de la directive mais là c'est applicable à l'ensemble de nos clients. ESG, à ce stade-ci, ça reste je veux dire un choix du client.

M- Pour l'établissement de ce fonds article 8 en interne, est-ce que vous vous référez à des métriques particulières, c'est-à-dire est-ce que vous vous basez sur des scores fournis par une certaine agence de scoring comme Sustainalytics, MSCI ou ... ?

X1- oui, notre méthodologie est basée essentiellement sur deux aspects qui sont « negative screening », on va exclure des industries ou des expositions à des thématiques qu'on ne souhaite pas avoir. Ça, c'est le premier filtre.

X2- Les armements, ce genre de choses-là.

X1- l'armement, par exemple, les armes de controverse c'est-à-dire que les armes au phosphore blanc, les armes nucléaires, ça, on exclut. On va avoir comme autre filtre, tout ce qui est controverse liée au child labour, au travail des enfants. Si dans les deux ans passés, on a eu une controverse liée à du travail des enfants quelque part dans une entreprise, cette entreprise est exclue. Lorsqu'une entreprise viole les principes de United Nations Global Compact, pareil : exclu ! On va exclure les entreprises qui génèrent plus de 20% de leurs revenus à travers la vente de charbon à usage de

chauffage, c'est des trucs très spécifiques qui nous sont imposés par l'UBS mais, en réalité, c'est ce genre de critères qui vont être décisifs dans la sélection ou non d'une entreprise. Ensuite, deuxième phase, c'est le « best in class » et là, on va intégrer l'historique, donc, pour cela, on se réfère en effet aux données qui sont fournies par nos fournisseurs de données qui sont Thomson Reuters, Sustainalytics, ISS pour tout ce qui est devises, on va utiliser également Bloomberg, voilà, on se base sur leurs données pour créer toute notre matrice et puis procéder à la sélection derrière.

M- Donc, c'est une petite partie de la sélection, le fait d'utiliser des scores ?

X1- Oui, elle est essentielle, elle est décisive, mais c'est une petite partie. En fin de compte, l'industrie s'écarte un petit peu du scoring pour se concentrer sur des éléments plus qualitatifs ou les métriques qui sont derrière. Et derrière, la SFDR, on est en train également, alors ça c'est un choix qu'on a fait, c'est d'intégrer ce qu'on appelle les « Principal Adverse Impacts » qu'on appelle les PAI qui sont en réalité plein de métriques que ce soit le E, le S ou le G, ça va du pourcentage de femmes dans les boards, on a les impacts sur la biodiversité, on a bien sûr les émissions scopes 1 2 3 et total, on a les émissions de Nox, toutes ces données-là, on doit les suivre en dynamique sur chaque année et voir l'évolution sur chacune des entreprises dans lesquelles on investit. C'est un travail super lourd parce que c'est énormément de données et donc on voit on peut comme ça attester l'évolution que fait chaque entreprise sur ces données très concrètes cette fois-ci en termes d'ESG.

M- Et ça, il n'y a pas une agence qui fait déjà en amont pour vous simplifier le travail ?

X1- Non, nous, on récupère les données, en fin de compte, les agences vont nous fournir les données entreprise par entreprise, si elles y ont accès. Parfois, elles n'y ont pas accès, il n'y a pas de données. L'entreprise ne les a pas encore publiées ou elle n'a pas les ressources, je ne sais pas. Nous, on se concentre sur des launch caps donc des grosses entreprises, ce qui fait que, généralement, elles ont quand même les données, elles y ont accès. Elles les rapportent, du moins.

M- Mais, les agences qui rapportent les données d'entreprises, elles font déjà un travail ou elles rapportent purement ce qu'il y a dans le rapport directement ?

X1- Elles rapportent purement, elles ne font pas de travail de tri, c'est à nous de le faire puisque c'est nous qui définissons notre méthodologie, qui est clairement écrite sur le prospectus, Donc, c'est un document contraignant. Et ensuite une fois que cette méthodologie est écrite, on doit la respecter sous peine d'être en bridge et donc là d'avoir des problèmes, donc c'est à nous de monitorer ces données et de les analyser, de les interpréter. Les agences se contentent de les donner, de les récupérer et de les partager.

M- En somme, ça vous fait beaucoup de travail en plus.

X1- Ah oui, ça c'est colossal.

X2- Les agences publient les données, à nous de les travailler.

M- Plus au niveau du scoring, est-ce que vous pensez qu'actuellement l'acronyme ESG, est-ce qu'il est valable, c'est-à-dire est-ce qu'il est toujours valide, parce qu'il y a beaucoup de gens qui se sont plaints de l'agrégation des trois critères en un même score. Et est-ce que, selon vous, ce sont des facteurs qui doivent toujours être alignés, le E, le S et le G ?

X1- Non, on voit même à travers la CFDR, c'est que, par exemple, on va avoir les fonds à impact qui vont se concentrer sur une des trois lettres parce que je pense qu'il est en effet compliqué de conjuguer les trois alors souvent, oui, les entreprises qui vont prêter attention au E vont également avoir des polices pour le S, pour le G.

M- Généralement, oui, il peut y avoir une corrélation.

X1- Oui, bien sûr.

X2- Dans les secteurs d'activité aussi. Cela peut faire qu'on soit plus attentif sur plutôt le E que sur le S ou le G, ou inversement.

X1- Oui mais je pense qu'en effet c'est peut-être plus pertinent de se spécialiser.

M- Ok c'est parce qu'il y a aujourd'hui beaucoup de scandales par rapport à « pourquoi Tesla avait été exclu de l'index SNP 500 ESG ? » et tu avais des sociétés comme Exxon Mobile qui était resté dedans et je me souviens qu'Elon Musk avait fait un tweet là-dessus, il disait que l'ESG était un « scam ».

X1- Oui.

M- C'est vrai qu'en fait, c'est un peu la métrique de l'ESG, c'est-à-dire que si on sous performe dans un certain pilier, forcément, même si on surperforme dans un (des piliers), ça peut donner un résultat qui n'est pas conforme à ce que le public s'attendait.

X1- Oui. Encore une fois, c'est un sujet assez complexe qui est plein de contradictions. Oui, il est sujet à toutes les analyses personnelles que toutes les convictions, toutes les lectures que chacun en fait. C'est difficile d'accorder les vues de tout le monde.

M- Quel est, selon vous, l'impact des investissements ESG ?

X1- Une inflation réglementaire, c'est la première chose qu'on voit, puisqu'en termes d'inflexion sur les émissions de carbone, on n'y est pas vraiment. En termes d'inflexion sur la demande de pétrole, on n'y est pas. En termes d'inflexion sur le recyclage, sur la consommation, on n'y est pas du tout. Il faut maintenant regarder - on est encore aux prémices de cette thématique - mais pour l'instant, la trajectoire « net zéro » en 2050, on est complètement à l'ouest. On peut donner la chance au produit, disons qu'on va donner la chance à cette thématique. Je ne suis pas sûr que les méthodes soient les plus efficaces. Je ne suis pas sûr non plus que c'est un effort qui doit être fait à l'échelle internationale. On a déjà deux gros piliers de cette ...- les trois principaux d'ailleurs la Chine, l'Asie et les Etats-Unis qui font déjà preuve de réticence – nous, on y fonce tête baissée, je pense que c'est une énorme connerie mais bref, ça, c'est mon analyse personnelle. Je pense que oui, la méthode n'est peut-être pas la meilleure. La méthode n'est peut-être pas la meilleure.

M- Je pense qu'il y a beaucoup de personnes qui disent « oui mais ok, on fonce tête baissée mais il faut que quelqu'un y aille à un moment et si on le fait, on va avoir cette influence, ce modèle européen ».

X1- J'invite toutes ces personnes à demander à l'Inde, à la Chine, à l'Afrique quelle est la perception des valeurs exemplaires de l'Europe. Je pense que la guerre en Ukraine a bien illustré le manque de crédibilité que peut avoir l'Occident sur certains aspects.

X2- Posez la question aux agriculteurs ou aux éleveurs, qu'est-ce qu'ils pensent maintenant des normes européennes.

M- Parce que maintenant on ne peut plus trop investir dans les produits chimiques utilisés pour l'agriculture et donc ça augmente un peu le coût opérationnel de l'agriculture.

X1- Alors que l'un des piliers du S, c'est nourrir le monde. Donc lorsqu'on regarde les SDG, les principaux SDG adressent l'aspect social et notamment nourrir le monde, la famine dans le monde et en même temps, on impose via le E une réduction de la productivité des rendements agricoles à travers des baisses de produits de fertilisants. Donc, c'est bourré de contradictions. Cette thématique est gavée de contradictions qui fait que ça la discrédite un peu aux yeux du monde et aux yeux des acteurs qui sont, eux, plus dans le concret.

M- Oui, je pense qu'il y avait d'autres personnes qui parlaient aussi de « colonialisme vert ». Enfin, ça allait loin.

X1- C'est vrai que, moi, je n'ai jamais entendu ce concept-là. Qu'est-ce que ça veut dire?

M- Moi, ce que j'ai compris – après, je n'ai pas vu ça dans un article, c'était plus une remarque que j'ai entendue - mais c'est un peu vu comme cette exportation réglementaire de l'UE via la CSDD, donc maintenant qu'on veut purifier la chaîne de valeur, c'est un peu une sorte de volonté de l'UE de faire mieux et de montrer comment on fait les choses et donc le fait de montrer que maintenant on est plus civilisés en termes verts, c'est un peu, vu qu'il y a encore dans beaucoup de pays cette vision négative de l'Occident à cause de ce colonialisme, on va dire qu'ils rationalisent mais, à mon avis, ce n'est pas quelque chose que je vais trouver dans un document scientifique mais je pense que c'est vraiment la vision du grand public du truc, ce sont les Européens qui veulent nous imposer une bonne manière de faire les « best practices » alors que nous, on est en train de se développer, on veut atteindre le même niveau qu'eux et maintenant on doit être verts tout d'un coup !

X1- C'était tout ce problème de crédibilité de l'Occident et que, aux yeux du monde, on a pu ...

M- Je ne pense pas qu'on a la crédibilité que les dirigeants de l'UE, enfin ceux qui mettent en avant ces normes pensent qu'on a - il y a un peu cette naïveté des fois quand j'ai parlé avec des gens - que l'UE va tout d'un coup influencer tout le monde, « oui, on a un grand marché, on va faire ça, oui »

X1- Je pense que c'était l'euphorie au sortir de la COP 21 à Paris, des accords de Paris, ça c'est l'euphorie qui est sortie de ça. On a vu en effet les grandes puissances s'engager comme ça, et puis derrière, elles sont revenues en arrière et puis, au final, concrètement, les efforts ne sont peut-être pas aussi élevés que ce qu'on attendait. Mais, nous, on est resté dans cette phase de se dire « le monde s'est aligné, s'est entouré autour de nous, nous suit dans cet effort-là ». On en voit déjà les premières faiblesses.

X2- L'Union européenne met toujours l'Europe globalement à être le bon élève de la classe. On le voit avec les sanctions qu'on a mises en place à l'encontre de la Russie avec le début de la guerre en Ukraine, notamment, se priver du gaz et du pétrole russe a fait flamber globalement le prix de ces ressources-là alors qu'on a financé finalement la guerre de cette manière-là. Alors que, si on avait continué à prendre le gaz et le pétrole, il n'y aurait pas eu de flambée

M- On s'est un peu tiré une balle dans le pied. Je pense que c'est un bon exemple de ce que l'UE fait parfois parce qu'elle a des valeurs éthiques et tout ça, ce qui n'est pas mauvais en soi, mais, dans le monde dans lequel on vit aujourd'hui, ça peut être dangereux en fait, surtout sur si on touche sur des problématiques aussi importantes, je pense que s'attaquer à l'investissement comme ça de manière irréfléchie, pour moi, c'est porteur de risque et vu qu'on a été très rapidement sur ces sujets et que

maintenant tout le monde est un peu dans le flou, je me dis « mais ce n'est pas comme si ce n'est pas un flou qui pouvait avoir des impacts très négatifs », on ne parle pas de juste « Ah mince ça n'a pas fonctionné, on va pouvoir faire autre chose ». Bah non, il fallait quand même réfléchir en amont !

X2- Un autre exemple flagrant, c'est, les élections aux Etats-Unis arrivent, Trump président ou pas, et donc Trump, n'oublions pas qu'il a critiqué pas mal de pays européens de ne pas avoir assez contribué au budget de l'Otan, et donc aujourd'hui, chaque état est en train de faire des efforts considérables au niveau budget de la défense.

M- C'est vrai.

X1- Alors, il y a un point pour rebondir là-dessus. C'est Patrice Caine qui est le CEO de Thalès, lui, ça fait déjà quelques années, même avant la guerre en Ukraine je crois qu'il s'est un peu levé sur justement toute cette problématique de l'ESG puisque, de facto, la défense est souvent exclue des univers d'investissement des fonds ESG. Sauf que pour subvenir aux besoins en termes de défense des états européens ou des états peu importe, il faut des capitaux et pas seulement les capitaux publics mais aussi les financements privés, et donc ils se sont privés d'une partie de ces capitaux parce que ESG. Sauf que, derrière, la question se pose encore une fois, c'est une lecture qui est totalement valable, qui peut être acceptée par certains acteurs, de dire « est-ce que, au final, dans l'ESG, par le social, il n'y a pas de protéger les citoyens et donc, à ce moment-là, il faut pouvoir se défendre, ça rentre dans le cadre. Par exemple, la protection du peuple ukrainien pourrait parfaitement rentrer dans le S. Si on a des initiatives visant à défendre la population ukrainienne, chez certains fonds à impacts, je pense que ça peut être accepté, et donc ça passe par justement des financements d'outils de défense. Alors après, la question se porte sur quelles sont ces armes.

X2- privé ou public ! De toute façon, si c'est public, quelqu'un devra contribuer au budget public et ça passera par le privé.

X1- Toujours.

X2- tout contribuable y contribuera, contre son gré !

X1- Voilà, il y a toutes ces problématiques qui entrent en jeu et qui montrent les limites de l'ESG, ce grand thème, ce fameux thème.

M- Oui. C'est pour ça qu'on a des gestionnaires de fonds qui font uniquement de l'ESG. Je ne sais pas si vous en connaissez ?

X1- Alors non, mais, je ne sais pas s'ils sont exclusivement ESG, honnêtement, Candrian est extrêmement rigoureux dans son approche et ils ont appliqué des critères ESG à l'ensemble de leur gamme c'est-à-dire qu'à l'échelle de l'entreprise et ça, c'est la demande de leur client principal Belfius, ils ont sur toute leur gamme des critères engagés, ils ne peuvent pas investir dans le pétrole, ils ne peuvent pas investir dans la défense, c'est exclu. C'est très rigoureux comme approche. Ils se sont lancés à tête baissée là-dedans. Malheureusement, ça fait deux ans qu'ils sous performant. Alors que c'est Belfius qui leur demande cette rigueur-là, apparemment leur accord avec Belfius pourrait être compromis d'ici je crois cinq ans lorsqu'ils pourront renouveler leur accord de distribution. Puisque les performances ne suivent pas, les clients ne sont peut-être pas contents parce que, vu c'est du « retail », ils n'ont pas tous demandé à avoir des filtres ESG et ils se retrouvent avec des performances inférieures à celles du marché.

M- Comment est-ce que vous voyez l'avenir de ce secteur des investissements ESG comme on l'a bien décrit, dans les cinq à dix prochaines années ? Est-ce que vous voyez sûrement une augmentation des normes ? Qu'est-ce que vous prévoyez pour l'avenir ?

X2- Une fois que l'appareil réglementaire est en route, c'est difficile de l'arrêter.

X1- Oui, les mecs à Bruxelles, leur métier consiste à rédiger une nouvelle réglementation, donc

M- J'ai parlé hier avec un membre du DG Climat à la Commission et il disait : « ESG is here to stay, maintenant on a fait ça, on va faire ça, ça, ça et ça », encore beaucoup de normes !

X1- Voilà, le problème c'est qu'on va arriver à un niveau de lassitude. Regardez juste ce qui s'est passé avec le durcissement des CFDR au début de cette année 2024, là on avait le niveau 1 l'année dernière, on a eu le niveau 2 cette année, il y a eu un durcissement des contraintes. Beaucoup de fonds article 9 sont passés article 8.

M- Oui. Je vous en avais parlé aussi.

X1- Des classements... Au final, les acteurs juste baissent les bras puis ils se disent « c'est trop de ressources, trop d'efforts ».

M- et ce n'est pas si rentable que ça en plus au final !

X1- Ah non, l'aspect rentabilité, il est inexistant, hein !

M- Oui mais « rentable », « rentable réputationnellement », c'est-à-dire que ça ne change pas tellement qu'il soit dans un fond article 8 ou article 9, je pense, aujourd'hui, à moins que tu veuilles vraiment viser les « best in class ».

X1- Voilà, en fait, on se coupe d'un marché qui pour l'instant reste une niche. C'est ce marché qui est demandeur d'une performance extra-financière plus que de performance financière.

M- Oui.

X2- Quand on joue dans un mandat plutôt ESG, on doit vraiment nous focaliser sur de l'article 9. Le 8 ne passera pas.

M- Oui parce que, le 8, c'est un peu « on ne veut pas se faire exclure ».

X1- Alors il y a ça, mais c'est pour ça que les PAI peuvent être intéressants

X2- C'est le « 8 plus » entre guillemets. Oui, ce terme n'existe pas, n'a pas de fondement. En gros, on peut être considéré comme un fonds sustainable et donc entrer dans la part d'actifs sustainable que le client demande en évitant l'article 8 si déjà on a une obligation de pourcentage d'actifs dits sustainable dans notre fonds et si on considère les PAI, que j'évoquais tout à l'heure. Donc c'est du taff, beaucoup de reporting de données qui derrière permettent d'être considéré comme sustainable pour le pourcentage d'actifs détenu qui est considéré comme sustainable. Par exemple, un client qui souhaite dans son allocation,...

M- Ce sont des actifs alignés sur la taxonomie ?

X1- Alors, c'est encore autre chose. On peut considérer un actif durable sans qu'il soit soumis à la taxonomie. Mais on a une méthodologie qui définit ce qu'est un actif durable, avec des contraintes assez fermes qui sont validées par la CCCF et autres. Le client souhaite avoir 5% de son portefeuille investi dans des actifs durables. Si notre fonds a 5% de ces actifs considérés comme durables, il pourra représenter l'intégralité de l'allocation du client. S'il n'en a que 2%, là on devra mettre un autre...

X2- C'est uniquement la partie sustainable qui est prise en compte dans le fonds. Donc on ne prend pas les 100%, si c'est à 50% sustainable, on peut mettre 50% du compte. C'est ce qui répond aux critères de durabilité.

M- Ok.

X1- C'est un peu le bordel !

M- C'est vrai que c'est quand même un domaine, parce que je m'y connais seulement depuis récemment. Mais, c'est quand même un domaine où il faut beaucoup « catch up », il faut vraiment se tenir à jour et après, je pense qu'il y a beaucoup de professions où c'est le cas, mais là, quand même, c'est une flopée de normes comme ça qui arrivent d'un coup et on a des experts un peu qui poppent de partout, mais on ne sait pas trop experts de quoi. (rires). Et, je trouve ça très intéressant. Parce que voilà, tout le monde parle d'ESG mais tout le monde a une vision différente du truc. Parce que j'ai fait plusieurs interviews là et c'est vrai que je n'ai pas eu une opinion similaire.

X1 et X2- Ah oui ?

M- Oui, avec Monsieur X de l'UE que j'ai interviewé, j'ai vraiment eu l'approche très très « compliance » et avec l'UE, j'ai eu vraiment l'approche positive « ça va le faire, on va faire, ça ! »

X1 et X2- Evidemment !

M- Les gestionnaires de fonds, eux, c'était souvent « oui, il y a plus de travail », « toutes ces normes qui s'imposent à nous ! ».

X2- Il y a ce volet ESG mais beaucoup d'autres réglementations qui interviennent en parallèle également. Quand on doit aujourd'hui servir un client, il y a l'aspect AML, Mifid, ATAD 3 ..., tout s'additionne, tout évolue à une vitesse vv' et c'est à un tel point qu'aujourd'hui, que, quand on se fait auditer, notre facture augmente tous les ans parce qu'il y a un travail supplémentaire à faire tous les ans.

M- Oui, ça, à mon avis, pour l'économie en général, ce n'est pas top ! Je ne suis pas un expert mais...

X1- Aucune valeur n'est créée par tous ces nouvelles législations. Les départements qui recrutent le plus dans les banques, c'est les départements « compliance ».

M- Oui, justement, Monsieur X de la société Z, j'en parlais, il était en mode « nous, on est content, on a plein de clients, on a tout le monde qui vient ». Je dis « c'est quoi qui a changé depuis l'adoption de toutes ces normes ? ». « On a plein de clients, on a tout plein de gens qui viennent et qui demandent comment ils peuvent être ESG compliant, on peut ticker quelques cases et vous êtes ESG maintenant »

X1- C'est clair.

M- Oui, merci beaucoup, c'était très intéressant. C'est un débat. Dès qu'on en parle, c'est forcément très intéressant, je trouve.

X1- Oui, il y a plein d'aspects, plein de facettes, plein de questions, ça doit faire beaucoup de domaines, donc c'est intéressant.

X2- Oui, ça fait partie de notre quotidien. On ne peut pas fermer les yeux sur ce genre de choses.

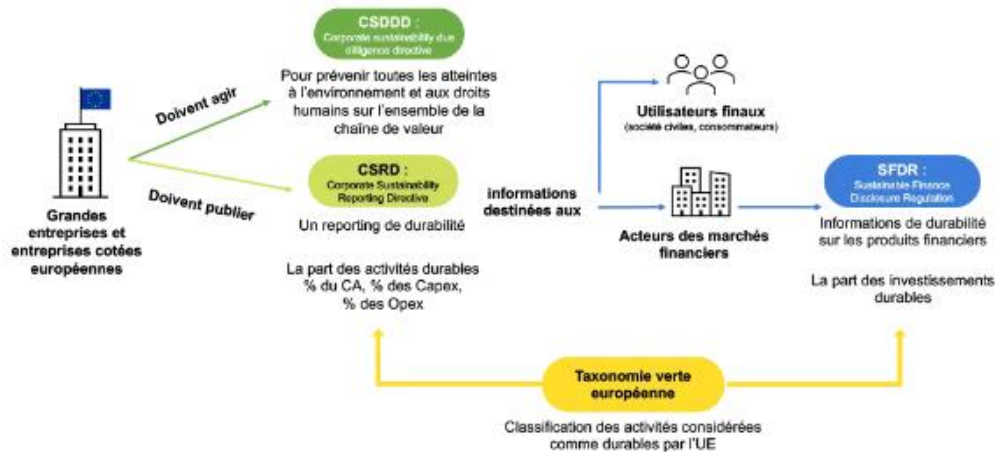
M- Je pense qu'on peut mettre fin à l'enregistrement. Merci beaucoup, c'était un grand plaisir.

X1- C'était un plaisir partagé !

X2 – N'hésitez pas à nous poser des questions.
M- Merci. Au revoir !
X1 et X2- Au revoir !

Annexe III : Images

III.1.



<https://goodwill-management.com/decrypter-nouvelles-obligations-europeennes-csrd-sfdr-taxonomie-verte-csddd/>

III.2.

Fig. 6-2

Calendrier prévisionnel du remplacement de la NFRD par CSRD

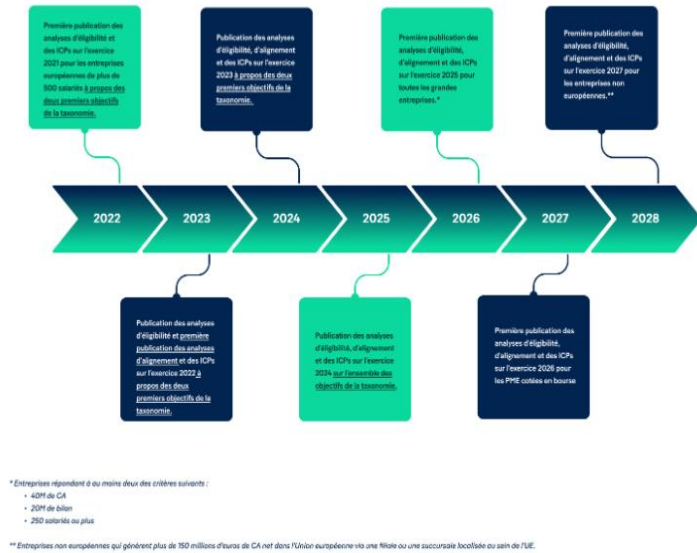


Source rapport ORSE – PWC, juillet 2022

RSE p. 462

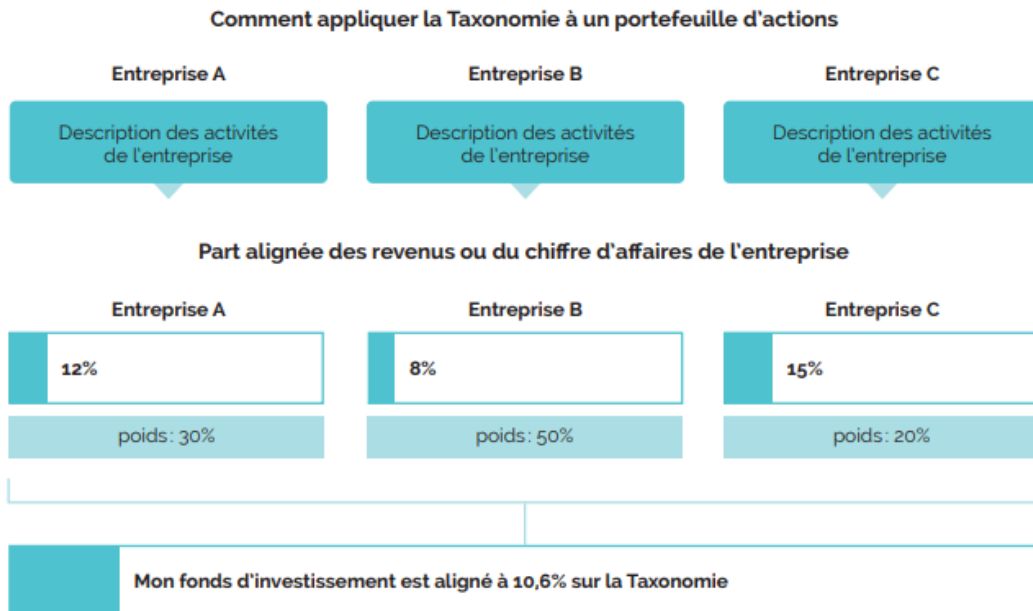
https://www-stradalex-com.proxy.bib.uclouvain.be:2443/fr/sl_mono/toc/RSECREVA/doc/RSECREVA_009

III.3.



<https://www.traace.co/post/qu-est-ce-que-la-taxonomie-europeenne>

III.4.



Source: rapport final du TEG sur la taxonomie européenne, Mars 2020

https://institutdelafinancedurable.com/app/uploads/2020/05/Finance-for-Tomorrow-Strategie-Europeenne-sur-la-finance-durable_Mai-2020.pdf , p. 11

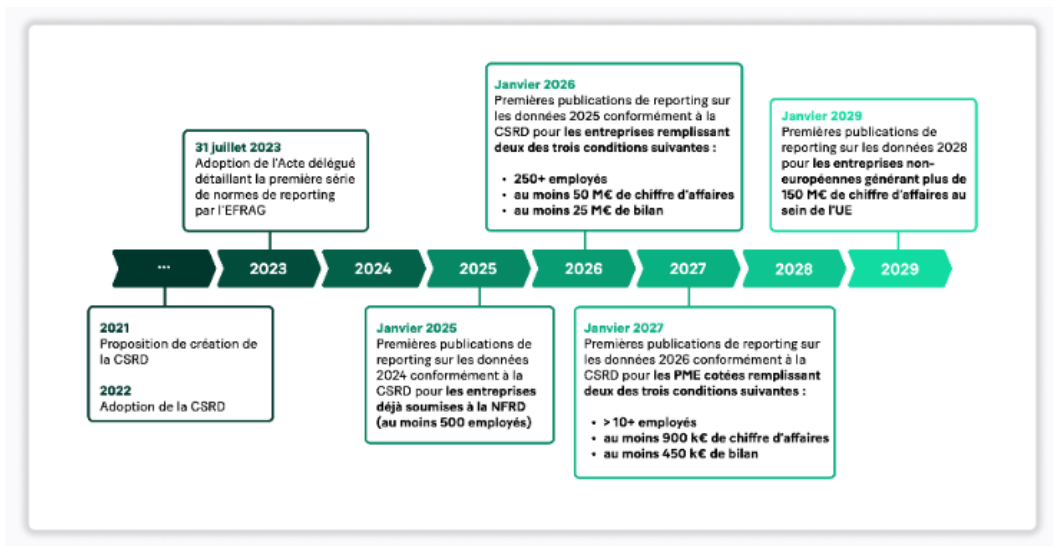
III.5.

TRAACE **European green taxonomy**
- objectives by sector -

	Climate change mitigation	Climate change adaptation	Water and marine resources	Circular economy	Pollution	Biodiversity
Forestry	✓	✓	✗	✗	✗	✗
Environmental protection and restoration activities	✓	✓	✗	✗	✗	✓
Manufacturing	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Energy	✓	✓	✗	✗	✗	✗
Water supply, sewerage, waste management and remediation	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Transport	✓	✓	✗	✗	✗	✗
Construction and real estate activities	✓	✓	✗	✓	✗	✗
Information and communication	✓	✓	✓	✓	✗	✗
Professional, scientific and technical activities	✓	✓	✗	✗	✗	✗
Financial and insurance activities	✗	✓	✗	✗	✗	✗
Education	✗	✓	✗	✗	✗	✗
Human health and social work activities	✗	✓	✗	✗	✗	✗
Arts, entertainment and recreation	✗	✓	✗	✗	✗	✗
Disaster risk management	✗	✗	✓	✗	✗	✗
Services	✗	✗	✗	✓	✗	✗
Accommodation activities	✗	✗	✗	✗	✗	✓

<https://www.traace.co/post/qu-est-ce-que-la-taxonomie-europeenne>

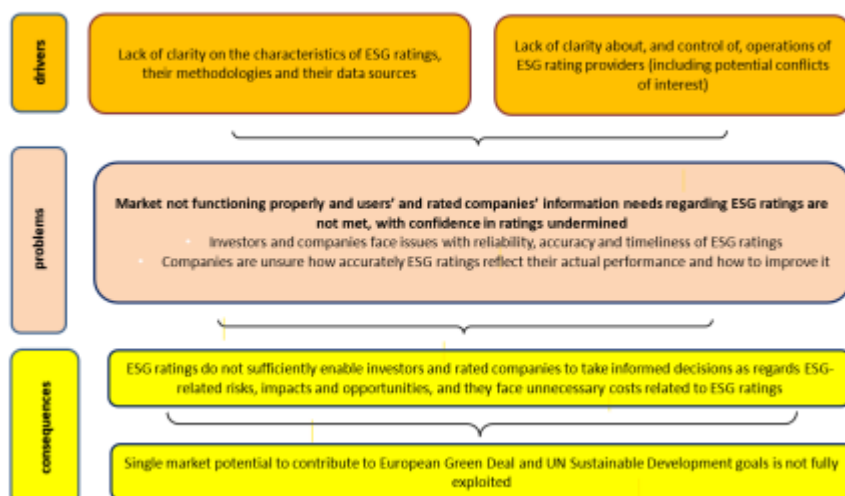
III.6.



<https://www.traace.co/post/csr-d-tout-comprendre-reporting-extra-financier-efrag>

III.7.

Figure 1 - Integrated overview of drivers, problems and consequences



[IMPACT ASSESSMENT REPORT AND PROPOSAL.pdf](#), p. 9.

III.8.

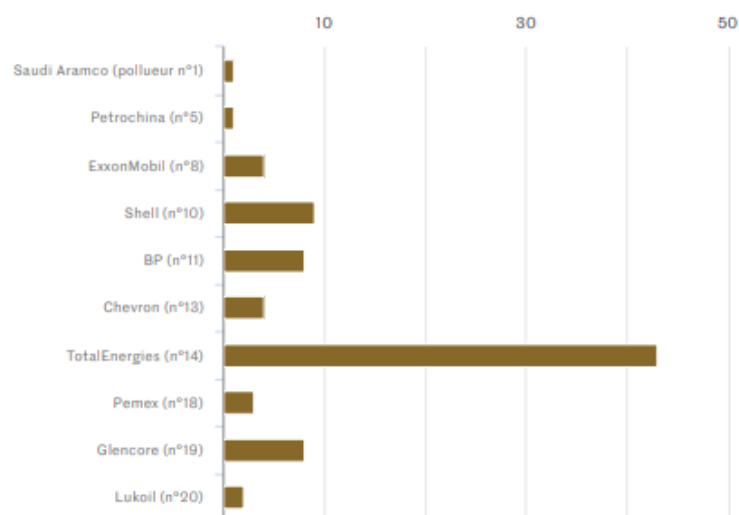
Entity	MtCO ₂ e	% of global
1. Saudi Aramco, Saudi Arabia	1,931	4.84%
2. Gazprom, Russia	1,527	3.83%
3. National Iranian Oil Co.	1,266	3.17%
4. Coal India, India	1,214	3.05%
5. PetroChina / China Natl Petroleum	883	2.22%
6. Rosneft, Russian Federation	846	2.12%
7. Abu Dhabi, United Arab Emirates	692	1.74%
8. ExxonMobil, USA	580	1.45%
9. Iraq National Oil Co., Iraq	566	1.42%
10. Royal Dutch Shell, The Netherlands	550	1.38%
11. BP, UK	549	1.38%
12. Kuwait Petroleum, Kuwait	444	1.11%
13. Chevron, USA	443	1.11%
14. Total SA, France	404	1.01%
15. Peabody Energy, USA	398	1.00%
16. Sonatrach, Algeria	398	1.00%
17. Petrobras, Brazil	385	0.97%
18. Pemex, Mexico	380	0.95%
19. Glencore, Switzerland	355	0.89%
20. Lukoil, Russian Federation	341	0.86%
Top Twenty	14,152	35.49%
Global (2018)	39,878	100.00%

<https://archive.ph/qMwsh#selection-2101.89-2101.121>

III.9.

Les fonds « superverts » investissent dans dix des vingt plus grands émetteurs de gaz à effet de serre

Nombre d'apparitions des grands pollueurs dans les 838 fonds « article 9 » commercialisés en Europe au 30 juin 2022.



Source : [Climate Accountability Institute](#) et [Great Green Investment Investigation](#)

[La grande tromperie des fonds d'investissement « verts ».pdf](#)

III.10.

Fund Company Votes on Key 2020 Climate Resolutions

	Number of Resolutions	Percent Supported	For	Against	Abstain
American Funds	23	30%	7	16	
BlackRock (Incl. iShares)	34	12%	4	30	
Fidelity (Ex. Geode)	33	19%	6	27	
Fidelity (Geode)	34	56%	19	15	
State Street (Incl. SPDR)	34	32%	11	15	8
Vanguard	34	15%	5	29	

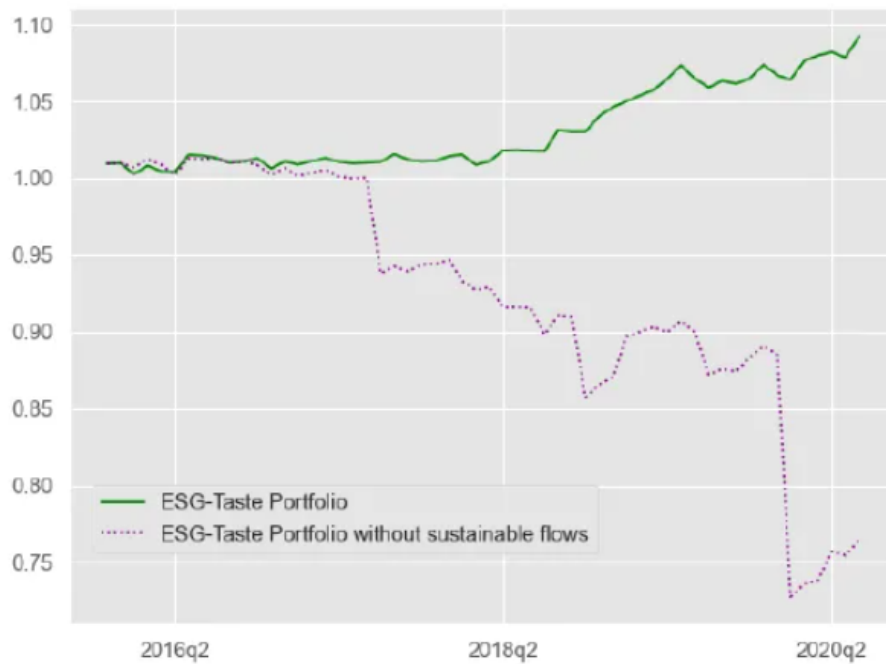
* This chart is based on resolutions that directly address climate risk as well as resolutions that address climate policy lobbying and independent board chair requests at energy companies

Source: Morningstar Proxy Data. Data as of 9/25/2020.

<https://www.morningstar.com/funds/how-big-fund-families-voted-climate-change-2020-edition>

III.11.

(b) ESG Taste Portfolio

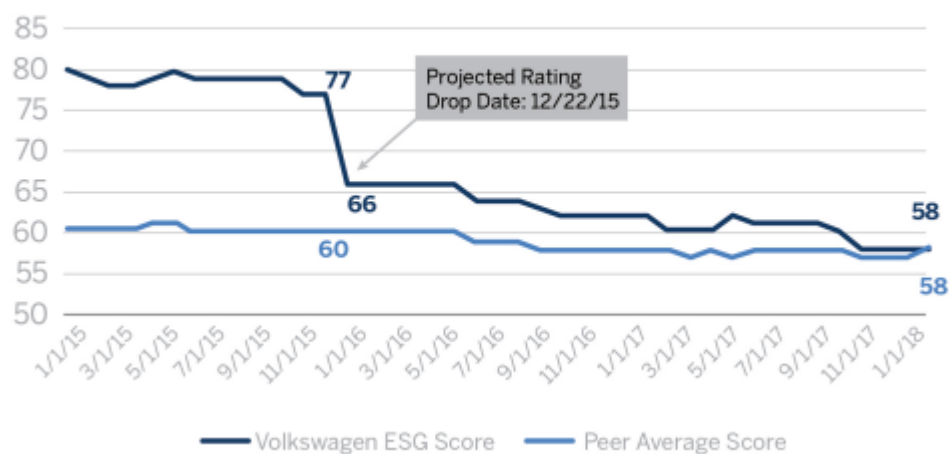


Source: "Flow-Driven ESG Returns" by Philippe van der Beck

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-28/trillion-dollar-esg-boom-rings-bubble-trouble-alarm-in-new-study>

III.12.

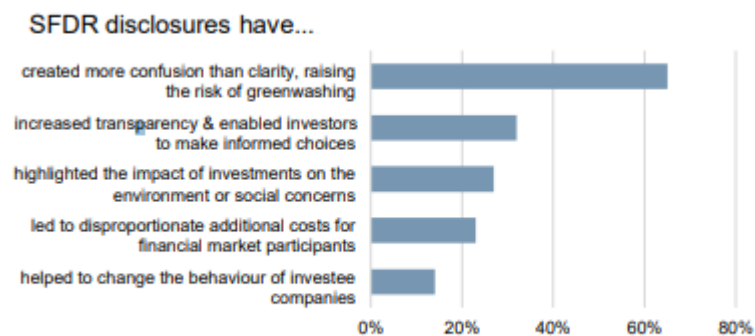
Volkswagen ESG Score vs. Peers⁶⁴



[ACCF_RatingsESGReport.pdf \(accfcorgov.org\)](#)

III.13.

Figure 2: Results from Consultation Open Forum Poll Regarding the Current State of SFDR



Source: European Commission, IEEFA, October 2023. Results of a poll taken during an open forum on the consultation. Figures denote the number of respondents that selected an option as one of two (maximum) possible choices, as opposed to the overall share of the vote.

https://ieefa.org/sites/default/files/2023-11/SFDR%20Early%20Life%20Crisis%20Opportunity%20to%20Level%20Playing%20Field_November%202023.pdf , p. 7.

Annexe IV : PAI

Les acteurs financiers et les conseillers financiers ont l'obligation de prendre en compte les principales incidences négatives (communément appelées PAI, à savoir *Principal Adverse Impact*) de leur activité sur les facteurs ESG. L'UE, à travers le SFDR, définit ces PAI comme les « *effets négatifs, importants ou susceptibles d'être importants sur les facteurs de durabilité qui sont causés, aggravés par ou directement liés aux décisions d'investissement et aux conseils fournis par l'entité juridique* ». Ils constituent une déclinaison pratique du principe DNSH - *Do No Significant Harm* (qui signifie en français « ne pas causer de préjudice important ») qui consiste, dans le contexte environnemental, à « *évaluer si un investissement dans une activité économique qui contribue de manière substantielle à un objectif environnemental ou social ne nuit pas de manière significative à un objectif environnemental ou social* ». Ce dernier est contenu dans la définition d'investissement durable prévue à l'article 2, 17) SFDR et est central afin de qualifier une activité économique de « durable sur le plan environnemental » au sens du règlement Taxonomie (voy. *infra*). Afin de remplir l'obligation susmentionnée, ces entités doivent tenir compte de certains indicateurs spécifiques créés par l'UE en vertu de l'article 4, § 6 et § 7 SFDR. Actuellement, il y en a 64 : 18 sont obligatoires (dont deux pour les investissements dans des valeurs souveraines et supranationales et deux pour les investissements dans des actifs immobiliers), et 46 sont facultatifs, avec toutefois l'obligation de publier au moins un indicateur environnemental et un indicateur social parmi ces derniers. Ces indicateurs couvrent de nombreux enjeux ESG, tels que les émissions de GES, la mixité au sein du conseil d'administration et l'exposition à la corruption. Ils sont listés dans l'annexe I des normes techniques appelées RTS (*Regulatory Technical Standards*) adoptées en 2022 (voy. *infra* pour plus d'informations sur ce concept). Le règlement SFDR exige donc que les entités susmentionnées « *publient et tiennent à jour sur leur site internet* » certaines informations attestant s'ils ont pris ou non en compte ces PAI dans le cadre de leur activité « *compte tenu de leur taille, de la nature et de l'étendue de leurs activités ainsi que des types de produits financiers* » avec lesquels ils traitent (il faut toutefois noter que, à la différence des conseillers financiers, les acteurs financiers doivent, « *lorsqu'ils prennent en compte les principales incidences négatives des décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité* », établir « *une déclaration sur les politiques de diligence raisonnable en ce qui concerne ces incidences* »). De la même manière que la NFRD (voy. *supra*), le SFDR prévoit un mécanisme de « *comply or explain* », de sorte que si les entités susmentionnées décident de ne pas prendre en compte ces PAI, ils doivent fournir des informations justifiant pourquoi un telle prise en compte n'a pas été réalisée « *y compris, le cas échéant, des informations indiquant si et quand ils ont l'intention de prendre en compte ces incidences négatives* ».

Sources utilisées pour l'écriture de cette annexe :

X, « LES PRINCIPALES INCIDENCES NÉGATIVES : Relever les défis de la finance verte », 31 mai 2022, *La Française*, https://www.la-francaise.com/fileadmin/docs/Actualites/FR/2022/2022_05_The_PAI_VFR_02.pdf ; SFDR, art. 4 ; SFDR, considérant 16 ; RTS, annexe I, tableau 1 ; X, « Guide réglementaire Durabilité », *Guide des actuaires*, 18 juillet 2023, https://www.institutdesactuaires.com/global/gene/link.php?doc_id=18067&fg=1 (voy. pp. 36-37 du P.D.F.) ; X, « 'Do No Significant Harm' definitions and criteria across the EU Sustainable Finance framework », *European Securities and Markets Management*, 22 novembre 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA30-379-2281_Note_DNSH_definitions_and_criteria_across_the_EU_Sustainable_Finance_framework.pdf (voy. p. 9 du P.D.F.) ; R. EIRIZ, « Comprendre les risques de durabilité et les PAIs : Comment ils remodelisent la gestion de portefeuille », *Fingreen*, 17 juillet 2023, <https://fingreen.ai/fr/blog/understanding-sustainability-risks-and-pais/> ; T. FAELLI et S. FIALON, *op. cit.*, p. 156 ; X, « Principal Adverse Impact (PAI) indicators in SFDR regulation », *Celsia*, 5 juillet 2023, <https://www.celsia.io/blogs/principal-adverse-impact-pai-indicators-in-sfdr> ; X, « Un règlement européen : SFDR », *Demeter*, [https://demeter-im.com/un-reglement-europeen-sfdr/#:~:text=Les%20PAI%20\(Principal%20Adverse%20Impacts,n%C3%A9gatives%20en%20mati%C3%A8re%20de%20durabilit%C3%A9](https://demeter-im.com/un-reglement-europeen-sfdr/#:~:text=Les%20PAI%20(Principal%20Adverse%20Impacts,n%C3%A9gatives%20en%20mati%C3%A8re%20de%20durabilit%C3%A9) ; X, « Principal Adverse Impact (PAI) disclosures under the SFDR », *Deloitte*, <https://www2.deloitte.com/nl/nl/pages/legal/articles/pai-disclosures-under-the-sfdr.html> ; <https://www.eubelius.com/fr/le-reglement-disclosure-entre-en-vigueur-le-10-mars-2021> ; H. FRAISSE, A. JAULMES et S. BELLANGER, in *Comprendre la RSE, levier de transformation durable*, *op. cit.*, p. 468 ; X, « PAI », *Novethic*, <https://www.novethic.fr/lexique/detail/pai.html> ; X, « Proposed Changes to SFDR Annexes and Other Proposals From the ESAs' Amendments to the SFDR RTS », *op. cit.*

Index

AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
AES	Autorités européennes de surveillance
CSDDD	Corporate Sustainability Due Diligence Directive (Directive sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité)
CSRD	Corporate Sustainability reporting Directive (Directive sur la publication d'informations en matière de durabilité)
DNSH	Do No Significant Harm
CapEx	Capital Expenditure
ESRS	European Sustainability Reporting Standards
EFRAG	European Financial Reporting Advisory Group
ESG	Environnement, Social et Gouvernance
HLEG	High-Level Expert Group on sustainable finance
IIRC	The International Integrated Reporting Council
ITS	Implementing Technical Standards
KPI	Key Performance Indicator
NFRD	Non-financial Reporting Directive (Directive sur la publication d'informations non financières)
OpEx	Operating Expense
PAI	Principal Adverse Impact
RSE	Responsabilité Sociétale des Entreprises
RTS	Regulatory Technical Standards
SFRD	Sustainable Finance Disclosures Regulation
TSC	Technical Screening Criteria
UE	Union européenne

Bibliographie

Législation

Règlement (UE) 2020/852 du Parlement Européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088, *J.O.U.E.*, 22 juin 2020, L 198, pp. 13-43.

Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, *J.O.U.E.*, 9 décembre 2019, L 317, pp. 1-16.

Directive (UE) 2022/2464 du Parlement Européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) n° 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *J.O.U.E.*, 16 décembre 2022, L 322, pp. 15-80.

Directive 2014/95/UE du Parlement Européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes, *J.O.U.E.*, 15 novembre 2014, L 330, pp. 1-9.

Résolution législative du Parlement européen du 24 avril 2024 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur la transparence et l'intégrité des activités de notation environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) (C.O.M. (2023) 0314 – C9- 0203/2023 – 2023/0177(COD)).

Règlement délégué (UE) 2022/1214 de la Commission du 9 mars 2022 modifiant le règlement délégué (UE) 2021/2139 en ce qui concerne les activités économiques exercées dans certains secteurs de l'énergie et le règlement délégué (UE) 2021/2178 en ce qui concerne les informations à publier spécifiquement pour ces activités économiques, *J.O.U.E.*, 15 juillet 2022, L 188, pp. 1-45.

Résolution du Parlement européen du 10 mars 2021 concernant des recommandations à la Commission sur le devoir de vigilance et la responsabilité des entreprises, 2020/2129(INL).

Communication de la Commission - Lignes directrices sur l'information non financière: Supplément relatif aux informations en rapport avec le climat, *J.O.U.E.*, C 209, 20 juin 2019, pp. 1-30.

Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions du 11 décembre 2019 : « Le pacte vert pour l'Europe », *C.O.M.* (2019) 640 final.

Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, au Comité économique et social européen et au Comité des régions du 8 mars 2018 : « Plan d'action : financer la croissance durable », *C.O.M.* (2018) 097 final.

Communication de la Commission - Lignes directrices sur l'information non financière (méthodologie pour la communication d'informations non financières), *J.O.U.E.*, C 215, 5 juillet 2017, pp. 1-20.
« Responsabilité sociale des entreprises : une nouvelle stratégie de l'UE pour la période 2011-2014, *C.O.M.* (2011) 681 final.

Doctrine

ABADIE P., « Introduction », in *Entreprise responsable et environnement* (sous la dir. de F.-G. Trébulle et J. Morand-Deville), 1^{ère} éd., Bruxelles, Bruylant, 2013.

BÉGASSE DE DHAEM P. et LAMBRECHT P., « Actualités en matière de finance durable » in *Durabilité et acteurs privés* (sous la dir. de M.-S. DE CLIPPELE, et D. MISONNE), 1^{ère} éd., Bruxelles, Larcier-Intersentia, 2024, pp.11-40.

BRADFORD A., *The Brussels Effect: How the European Union Rules the World*, New-York, Oxford University Press, 2019.

CARR A. et CHEIKH A., « Sustainable disclosure regimes in the EU and UK: a comparative overview

CÉDIEY E., « Comment l'affirmative action vint à l'Afrique du Sud », *Critique internationale*, 2002, pp. 145-158.

CHESNEY M. et LAMBILLON A.-P., *How Green is 'Dark Green'? An Analysis of SFDR Article 9 Funds*, 2023.

CHIU I. H.-Y., « Regulatory Governance of Credit Rating Agencies in the EU: The Perils of Pursuing the Holy Grail of Rating Accuracy. », *European Journal of Risk Regulation*, pp. 209-226.

COLLARD F., « Les agences de notation », *Courrier hebdomadaire du CRISP*, 2012, pp. 5-60.

CORNAC P.- H., François B. *et al*, « Chronique de droit des marchés financiers », *Revue des sociétés*, 2021, pp. 634-635.

EGGERMONT F.-G. et LAMBRECHT, P, « Rapport de durabilité des entreprises et gouvernement d'entreprise durable » in *JPB - Liber amicorum Jean-Pierre Blumberg* (sous la dir. de R. HOUBEN *et al.*), 1^{ère} éd., Bruxelles, Intersentia, 2021, pp. 377-378.

FAELLI T. et FIALON S., « Transparence ESG : une approche “compliance” des obligations de publication d'informations sur la durabilité dans le secteur financier », *BFR/DBF*, 2022/2, pp. 151-162.

FIRZLI J. et NICOLAS M., « Une critique de Bâle II et de la Banque des règlements internationaux », *Revue Analyse Financière*, novembre 2011.

FRAISSE H., JAULMES A. et BELLANGER S., *Comprendre la RSE, levier de transformation durable*, 1^{ère} éd., Bruxelles, Larcier, 2023.

GÖZLÜGÖL A. A. et RINGE W.-G., « Une critique de la politique de l'UE en matière de gouvernance d'entreprise et de financement durables », *RED*, 2022, pp. 148-157.

HARTZMARK S. M. et SUSSMAN A. B., « Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows », *The journal of Finance*, décembre 2019.

JEFFERS E., « Pourquoi faut-il une finance durable et soutenable ? », *Revue d'économie financière*, 2015, pp. 225-236.

KJAERGAARD L. L. et LYKKESFEDT P., *Investor Relations and ESG Reporting in a Regulatory Perspective*, Palgrave Macmillan Cham, 2022.

MARQUETTE V. et DELWAIDE S., « Finance durable : un pas de plus vers l'intégration transversale des considérations de durabilité dans les services d'investissement », *D.B.F.-B.F.R.*, 2022/1, pp. 25-39.

PIGOU A. C., *The Economics of Welfare*, Londres, Macmilian, 1920.

SAUPIN T., « La comptabilité environnementale et l'Union européenne : de la publication d'informations non financières à la publication d'informations sur la durabilité », *Rev. Aff. Eur.*, 2022/2, p. 262.

SOTIROPOULOU A., « L'investissement durable dans le droit de l'Union européenne », *Rev. Aff. Eur.*, 2022/2.

TRÉBULLE F. G., « L'accueil en droit des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance », *Rev. sociétés*, 2023, pp. 471-483.

VENNE J.-F., « Grandeurs et misères de la finance durable », *Gestion*, 2022, pp. 48-54.

Divers

AMRANE T., « Une petite histoire de l'investissement responsable », *ActiveSeed*, 31 mars 2022, <https://activeseed.fr/reflexions/guide-de-linvestissement/investissement-responsable/une-petite-histoire-de-linvestissement-responsable/>.

ANZIANO E., BENDER R. *et al*, « The Great Green Investment Investigation », *Follow the Money*, <https://www.ftm.eu/green-investments>.

ARAMONTE S. et ZABAI A., « Sustainable finance: trends, valuations and exposures (BIS Quarterly Review, septembre 2021) », *BIS*, 20 septembre 2021, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2109v.htm.

BARRETTE S., « Une proposition inspirée du règlement sur les agences de notation de crédit », *Paperjam*, 30 avril 2024, <https://paperjam.lu/article/proposition-inspiree-reglement>.

BAUDOIN F., « Les stress tests climatiques, entre politique de stabilité financière et tentative de transition écologique », *Université Paris Nanterre*, 8 novembre 2022, https://www.veblen-institute.org/IMG/pdf/les_stress_tests_climatiques_entre_politique_de_stabilite_financiere_et_tentative_de_transition_ecologique.pdf.

BERNOVILLE T., « Quelle est la différence entre neutre en carbone, net-zéro et climat-positif ? », *PlanA*, 30 juin 2023, [Quelle est la différence entre neutre en carbone, net-zéro et climat-positif ? \(plana.earth\)](https://plana.earth/Quelle%20est%20la%20diff%C3%A9rence%20entre%20neutre%20en%20carbone%2C%20net-z%C3%A9ro%20et%20climat-positif%20%3F).

BIRSHAN M., J. MISCHKE et WOETZEL L., « The necessity of doing well by doing good », *McKinsey & Company*, 12 avril 2021, <https://www.mckinsey.com/mgi/overview/in-the-news/the-necessity-of-doing-well-by-doing-good>.

BLOOMBERG ORIGINALS, « ESG Ratings Are Not What They Seem », 20 décembre 2021, *Youtube*, https://www.youtube.com/watch?v=f_rrS.

BOSLEY C., « Green Investment Frenzy Runs Risk of Becoming a Bubble, BIS Says », *Bloomberg*, 20 septembre 2021, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-09-20/green-investment-frenzy-runs-risk-of-becoming-a-bubble-bis-says>.

BREIMAN M., « Les agences de notation ESG, indispensables malgré leurs défauts », *Les Echos investir*, 23 novembre 2022, <https://investir.lesechos.fr/investir-responsable/ethique-esg-isr/les-agences-de-notation-esg-indispensable-malgre-leurs-defauts-1881183>.

BYRNE D., « What is the history of ESG? », *Corporate Governance Institute*, <https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/lexicon/what-is-the-history-of-esg/>.

BUSCH D., « La définition de standards globaux de durabilité est-elle à la portée de l'Europe ? », *Groupe d'études géopolitiques*, <https://geopolitique.eu/articles/la-definition-de-standards-globaux-de-durabilite-est-elle-a-la-portee-de-leurope/#:~:text=Comme%20le%20montrent%20le%20Green,le%206%20juillet%202021%2037%20>.

CARNEY M. *et al*, « The Financial Sector Must Be at The Heart of Tackling Climate Change », *The Guardian*, 17 avril 2019, <https://www.the-guardian.com/commentisfree/2019/apr/17/the-financial-sector-must-be-at-the-heart-of-tackling-climate-change>.

CHAUDEURGE L., « Opinion | Fonds ESG : le vrai défi est de gagner de l'argent ! », *Les Echos*, 27 janvier 2024, <https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/opinion-fonds-esg-le-vrai-defi-est-de-gagner-de-largent-2072010#:~:text=Les%20fonds%20ESG%2C%20en%20moyenne,que%20pragmatique%2C%20th%C3%A9orique%20que%20pratique>.

CIBRARIO ASSERETO C., « ESG Guide: Overview of the ESG Regulatory Landscape », *Cleary Gottlieb*, 16 novembre 2021, [ESG Guide: Overview of the ESG Regulatory Landscape | Cleary Gottlieb](https://www.clearygottlieb.com/esg-guide-overview-of-the-esg-regulatory-landscape).

COLMANT, « Notre maison brûle et les marchés financiers regardent ailleurs », *L'Echo*, 1 octobre 2022, <https://www.lecho.be/opinions/carte-blanche/notre-maison-brule-et-les-marches-financiers-regardent-ailleurs/10417291>.

CNBC INTERNATIONAL NEWS, « ESG has 'has nothing to do with political ideology,' MSCI CEO says », 10 novembre 2022, *Youtube*, https://www.youtube.com/watch?v=RB3ZeEN_PZQ.

COCKS R. et DEPYDT P., « La face cachée des scores sociaux et environnementaux des entreprises », *L'Echo*, 5 février 2022, <https://www.lecho.be/les-marches/actu/general/la-face-cachee-des-scores-sociaux-et-environnementaux-des-entreprises/10364680.html>.

COOK J. et LAURICELLA T., « How Big Fund Families Voted on Climate Change : 2020 Edition », *Morningstar*, 28 septembre 2020, <https://www.morningstar.com/funds/how-big-fund-families-voted-climate-change-2020-edition>.

Curran E., « What's a Minsky Moment, and Why the Worries About One », *Bloomberg*, 23 mars 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-21/explainer-what-s-a-minsky-moment-and-why-markets-worry-about-one?embedded-checkout=true>.

DE GRUYTER R., « Duurzaam belegd vermogen nadert de \$4 biljoen », *Morningstar*, 2 novembre 2021, [Duurzaam belegd vermogen nadert de \\$4 biljoen | Morningstar](https://www.morningstar.nl/duurzaam-belegd-vermogen-nadert-de-4-biljoen).

B. DE PETIVILLE, « Gaz et nucléaire : l'UE en prise avec le principe de réalité », *Factuel*, 5 février 2024, https://factuel.media/blogs/blog-articles/gaz-et-nucleaire-l-ue-en-prise-avec-le-principe-de-realite_ba_20621763.

DE SCHUTTER O., « Eliminer les préjugés en regardant au-delà de la croissance », *Nations Unies*, 1 mai 2024, <https://documents.un.org/doc/undoc/gen/g24/069/71/pdf/g2406971.pdf>

DHIMA J. ET LUCOTTE Y., « Risques ESG : L'EBA publie un rapport sur le traitement des risques environnementaux et sociaux dans le pilier 1 », *AFGES*, 19 février 2024, <https://www.afges.com/risques-esg-leba-publie-un-rapport-sur-le-traitement-des-risques-environnementaux-et-sociaux-dans-le-pilier-1/#:~:text=Partant%20de%20ce%20constat%2C%20l,e%20cadre%20du%20Pilier%201>.

DIGABEL M., « Les fonds ESG, verts et climat devront désormais exclure les énergies fossiles (Esma) », *Aef info*, 16 mai 2024, <https://www.aefinfo.fr/depeche/712119-les-fonds-esg-verts-et-climat-devront-desormais-exclure-les-energies-fossiles-esma>.

DOCHERTY A., « Docherty, « SFDR's Early-Life Crisis Presents an Opportunity to Level the Playing Field », *Institute for Energy Economics and Financial Analysis*, novembre 2023 https://ieefa.org/sites/default/files/2023-11/SFDR%20Early%20Life%20Crisis%20Opportunity%20to%20Level%20Playing%20Field_Novembre%202023.pdf.

DOWDING T., « Greenwashing risk from Sustainable Finance Disclosure Regulation », *Commercial Risk*, 1 novembre 2023 <https://www.commercialriskonline.com/greenwashing-risk-from-sustainable-finance-disclosure-regulation/>.

DOYLE T. M., « Ratings that don't rate », *American Council for Capital Formation*, juillet 2018, https://accfcorgov.org/wp-content/uploads/2018/07/ACCF_RatingsESGReport.pdf.

DUAULT M., « La taxonomie européenne : fonctionnement et objectifs », *Traace*, 12 septembre 2023, <https://www.traace.co/post/qu-est-ce-que-la-taxonomie-europeenne>.

DUAULT M., « Tout comprendre sur la réglementation SFDR », *Traace*, 10 octobre 2023, [Tout comprendre à la réglementation SFDR \(traace.co\)](https://www.traace.co/post/tout-comprendre-sur-la-reglementation-sfdr).

DU CHEYRON G., « Que penser des agences de notation face aux crises financières ? », *Revue politique et parlementaire*, 11 mars 2024, <https://www.revuepolitique.fr/que-penser-des-agences-de-notation-face-aux-crisis-financieres/>.

DWEK E., « 2022: Une année difficile pour l'ESG », *Investir.ch*, 14 décembre 2022 <https://www.investir.ch/article/2022-une-annee-difficile-pour-lesg/>.

EDWARDS S., « ESMA consults on possible amendments to the Credit Rating Agencies Regulatory Framework », *European Securities and Markets Authority*, 2 avril 2024, [ESMA consults on possible amendments to the Credit Rating Agencies Regulatory Framework \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-on-possible-amendments-to-the-credit-rating-agencies-regulatory-framework).

EID L., « LA NFRD : Directive obligeant la déclaration d'informations non-financières », *Le Blog du Dirigeant*, 30 juillet 2024, [La NFRD : Qu'est ce que c'est ? Est-elle encore appliquée ? \(leblogdudirigeant.com\)](https://leblogdudirigeant.com/la-nfrd-qu-est-ce-que-c-est-est-elle-encore-appliquee/).

EIRIZ R., « Comprendre les risques de durabilité et les PAIs : Comment ils remodelisent la gestion de portefeuille », *Fingreen*, 17 juillet 2023, <https://fingreen.ai/fr/blog/understanding-sustainability-risks-and-pais/>.

EVANS S., « New fossil fuels 'incompatible' with 1.5C goal, comprehensive analysis finds », *CarbonBrief*, 23 octobre 2022, », <https://www.carbonbrief.org/new-fossil-fuels-incompatible-with-1-5c-goal-comprehensive-analysis-finds/>.

EY, « Surviving geopolitical and economic disruption is expected to dominate the WEF23 agenda. Only 2% of CEOs are not preparing for an economic downturn, a new EY survey of 1,200 CEOs worldwide has revealed. », LinkedIn, 2023, https://www.linkedin.com/posts/ernstandyoung_betterworkingworld-wef23-ceo-activity-7020313653434339328-LI7w?utm_source=share&utm_medium=member_desktop.

FINK L., « Larry Fink's 2019 letter to CEOs : Purpose & Profit », *BlackRock*, 2019, [Larry Fink's 2019 Letter to CEOs | BlackRock](https://www.blackrock.com/literature/2019/larry-fink-2019-letter-to-ceos).

FINK L., « Larry Fink's Annual 2022 letter to CEOs : The power of capitalism », *BlackRock*, 2022, https://www.wlrk.com/docs/Larry_Fink_Annual_2022_Letter_to_CEOs_BlackRock.pdf.

FINNEY D., « Credit Rating Agencies : Overview and History », *Investopedia*, <https://www.investopedia.com/articles/bonds/09/history-credit-rating-agencies.asp>.

FLAMENT S. et GOLLIER J., « Le règlement « Disclosure » entre en vigueur le 10 mars 2021 », *Eubelius*, <https://www.eubelius.com/fr/le-reglement-disclosure-entre-en-vigueur-le-10-mars-2021>.

FOURNIER C., « La finance durable est inefficace et contreproductive selon des données récentes », *Youmatter*, 7 juin 2022, <https://youmatter.world/fr/categorie-economie-business/finance-durable-verte-efficacite-transition-ecologique/>.

FOURNIER C., « SFDR, CSRD, l'Europe recule sur les exigences de durabilité pour les entreprises », *Youmatter*, 14 avril 2023, <https://youmatter.world/fr/categorie-economie-business/sfdr-csrd-recul-ambition-europe-durabilite/#:~:text=CSRD%20%3A%20l'Europe%20perd%20du%20temps%20et%20recule,->

Les%20r%C3%A9glementations%20nationales&text=La%20CSRD%20proposait%20de%20pousser, quatre%20fois%20plus%20qu'actuellement.

FRANCO A., « Agences de notation : la reculade de Bruxelles », *Le Point*, 15 novembre, 2011, https://www.lepoint.fr/economie/agences-de-notation-la-reculade-de-bruxelles-15-11-2011-1396578_28.php#11.

GAILLARD B., « Environnement : qu'est-ce que la taxonomie verte de l'Union européenne ? », *Toute l'Europe*, [Environnement : qu'est-ce que la taxonomie verte de l'Union européenne ? - Touteleurope.eu](https://www.touteleurope.eu/environnement/qu'est-ce-que-la-taxonomie-verte-de-l-union-europeenne/).

GANTI A., « What Is a Minsky Moment? Definition, Causes, History, and Examples », *Investopedia*, 6 mars 2024, <https://www.investopedia.com/terms/m/minskymoment.asp>.

GARESSUS E., « L'investissement durable devient hors de prix », *Le Temps*, 20 février 2023, <https://www.letemps.ch/opinions/chroniques/linvestissement-durable-devient-prix>.

GARRIC A., « «_La militante anticharbon Lucie Pinson reçoit la plus haute distinction pour l'environnement », *Le Monde*, 30 novembre 2020, https://www.lemonde.fr/planete/article/2020/11/30/lucie-pinson-la-militante-anticharbon-et-meilleure-ennemie-des-banques_6061617_3244.html.

GENRE I., « Critères ESG : définition, exemples et stratégies d'investissement », *Greenly Institute*, <https://greenly.earth/fr-fr/blog/guide-entreprise/criteres-esg-definitions-et-enjeux>.

GIBSON R., GLOSSNER R. *et al*, « Do Responsible Investors Invest Responsibly? », *Review of Finance*, 2022, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3525530>.

GOFFIN J. J., « Les marchés font désormais fi de la guerre en Ukraine. Vraiment? », *L'Echo*, 20 février 2023, <https://www.lecho.be/dossiers/conflit-ukraine-russie/les-marches-font-desormais-fi-de-la-guerre-en-ukraine-vraiment/10448605.html>.

GRUNWALD A., « Les fonds européens article 8 disposaient de 7.400 milliards d'euros d'actifs en juin 2024 », *Paperjam*, 7 août 2024, <https://paperjam.lu/article/fonds-europeens-article-8-disp>.

HAHNKAMPER-VANDENBULCKE N., « Implementation Appraisal of the Non-financial Reporting Directive », *European Parliamentary Research Service*, 21 janvier 2021, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI\(2021\)654213_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI(2021)654213_EN.pdf).

HOANG M., « CSRD : Tout comprendre à la nouvelle directive européenne », *Traace*, 12 janvier 2024, CSRD : [CSRD : Tout comprendre à la nouvelle directive européenne \(traace.co\)](https://www.traace.co/fr/fr/csrd-tout-comprendre-a-la-nouvelle-directive-europeenne/).

JAVIE M. E., « Brundtland Report », *Encyclopedia Britannica*, 20 mai 2016, <https://www.britannica.com/topic/Brundtland-Report>.

JOVÈNE J., « BlackRock, l'empire du mal? », *Morningstar*, 11 février 2020, <https://www.morningstar.fr/fr/news/199514/blackrock-lempire-du-mal-.aspx>.

KISHAN S., RATHI A. ET SIMPSON C., « MSCI, the largest ESG rating company, doesn't even try to measure the impact of a corporation on the world. It's all about whether the world might mess with the bottom line. », *Bloomberg*, 10 décembre 2021, <https://www.bloomberg.com/graphics/2021-what-is-esg-investing-msci-ratings-focus-/>.

KESTERTON L., « Navigating with ESG ratings: What you need to know », *Vontobel*, 26 novembre 2019, <https://am.vontobel.com/en/insights/navigating-with-esg-ratings-what-you-need-to-know>.

KRANTZ T., « The history of ESG: A journey towards sustainable investing », *IBM*, 8 février 2024, <https://www.ibm.com/think/topics/environmental-social-and-governance-history>.

LAMBOTTE S., « Finance durable: un défi réglementaire complexe », *Paperjam*, 23 décembre 2022, <https://paperjam.lu/article/finance-durable-defi-reglement>.

M. LAUDI, P. SMEETS et U. WEITZEL, « Do Financial Advisors Charge Sustainable Investors a Premium? », *SSRN*, juin 2022, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3887716>.

LAUWERS M., « Au-delà des finances, l'ESG peut rapporter gros aux entreprises », *L'Echo*, 28 février 2023, <https://www.lecho.be/entreprises/general/au-dela-des-finances-l-esg-peut-rapporter-gros-aux-entreprises/10450561.html>.

LE BOËNNE N. et VANNETZEL L., « Taxonomie et CSRD : rien ne sera plus comme avant pour la direction financière », *Dafmag*, 24 mai 2023, [https://www.daf-mag.fr/Thematique/reglementation-1243/normes-2201/Breves/Taxonomie-et-CSRD-rien-ne-sera-plus-comme-avant-pour-382147.htm#:~:text=En%202025%20\(donn%C3%A9es%20de%20I,concern%C3%A9es%20pr%C3%A9c%C3%A9demment%20devraient%20l'%C3%AAtre](https://www.daf-mag.fr/Thematique/reglementation-1243/normes-2201/Breves/Taxonomie-et-CSRD-rien-ne-sera-plus-comme-avant-pour-382147.htm#:~:text=En%202025%20(donn%C3%A9es%20de%20I,concern%C3%A9es%20pr%C3%A9c%C3%A9demment%20devraient%20l'%C3%AAtre).

LEBOUCHER S., « A la veille des élections européennes, la finance durable sur un chemin de crête », *Option Finance*, 31 mai 2024, <https://www.optionfinance.fr/dossiers-de-la-redaction/a-la-veille-des-elections-europeennes-la-finance-durable-sur-un-chemin-de-crete.html>.

LEE J., « Trillion-Dollar ESG Boom Rings Bubble-Trouble Alarm in New Study », *Bloomberg*, 28 octobre 2021, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-28/trillion-dollar-esg-boom-rings-bubble-trouble-alarm-in-new-study>.

LOWENSTEIN A. M. et MAG J., « BlackRock tire profit de la crise climatique », *Les crises*, 29 avril 2022, <https://www.les-crisis.fr/blackrock-tire-profit-de-la-crise-climatique/>.

LUI J., « ESG Investing Comes of Age », *Morningstar*, <https://www.morningstar.com/features/esg-investing-history>.

MACESAR A., « A Brief History of ESG », *Akepa*, 13 février 2024, [The History of ESG & Timeline Infographic | Origins of ESG \(thesustainableagency.com\)](#).

MAROVIC D., « Les 5 KPI de durabilité les plus importants », *S-peers*, 14 mars 2024, [Les 5 KPI de durabilité les plus importants \(s-peers.com\)](#).

MASTERS B. ET TEMPLE-WEST P., « The real impact of the ESG backlash », *The Financial Times*, 4 décembre 2023, <https://www.ft.com/content/a76c7feb-7fa5-43d6-8e20-b4e4967991e7>.

MASTERS B. ET TEMPLE-WEST P., « The real impact of the ESG backlash », *The Financial Times*, 4 décembre 2023, <https://www.ft.com/content/a76c7feb-7fa5-43d6-8e20-b4e4967991e7>.

MAUS DE ROLLEY C., « En quoi les méthodologies de rating ESG des agences de notation diffèrent-elles ? Analyse comparative de la Chine, de l'Europe et des États-Unis. », *ICHEC Brussel management School*, https://cataloguebibliotheque.ichec.be/doc_num.php?explnum_id=292#:~:text=Ces%20ratings%20ESG%20deviennent%20de,The%20Sustainability%20Institute%20by%20ERM.

McKENNA P., « Not Just CO2: These Climate Pollutants Also Must Be Cut to Keep Global Warming to 1.5 Degrees », *Inside Climate News*, 8 octobre 2018, <https://insideclimatenews.org/news/08102018/ipcc-global-warming-science-report-short-lived-climate-pollutants-methane-hfcs-carbon/>.

MEREL T., « 10 Best ESG Rating Agencies: Evaluating Sustainability and Impact », *Freedom Stocks*, 18 mai 2023, <https://freedomstocks.com/best-esg-rating-agencies/>.

MIGNON C., « La demande de fonds durables en perte de vitesse en Europe », *Les Echos*, 21 novembre 2023, <https://www.lesechos.fr/finance-marches/gestion-actifs/la-demande-de-fonds-durables-en-perte-de-vitesse-en-europe-2030321>.

NOONAN D., « The Evolution of NFRD into CSRD », *Greenomy*, 9 mai 2021, [The Evolution of NFRD to CSRD \(greenomy.io\)](#).

PATRICK .L., « Bringing Transparency to Capital and Climate Risk », *Capital Markets*, 13 juin 2024, <https://www.rbccm.com/en/story/story.page?dcr=templatedata/article/story/data/2024/05/bringing-transparency-to-capital-and-climate-risk>.

PASTOR L., STAMBAUGH R. F. et TAYLOR L. A., « Dissecting Green Returns », *Fama-Miller Center Working Paper, Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research Paper*, 2022, <https://ssrn.com/abstract=3864502> .

RAQSHAN T., « L'Esma consulte sur l'incorporation des critères ESG dans les méthodologies de notation de crédit », *L'AGEFI*, 5 avril 2024, [L'Esma consulte sur l'incorporation des critères ESG dans les méthodologies de notation de crédit - L'Agefi](#).

RAGHUNANDAN A. et RAJGOPAL S., « Do ESG Funds Make Stakeholder-Friendly Investments? », *Review of Accounting Studies*, mai 2022, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3826357> .

SÉNÉCAT A., « Autour des fonds d'investissement « verts », un grand flou juridique qui favorise le « greenwashing » », *Le Monde*, 29 novembre 2022, https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2022/11/29/autour-des-fonds-d-investissement-verts-un-grand-flou-juridique-qui-favorise-le-greenwashing_6152079_4355770.html.

SÉNÉCAT A., « La grande tromperie des fonds d'investissement « verts » », *Le Monde*, 29 novembre 2022, https://www.lemonde.fr/les-decodeurs/article/2022/11/29/la-grande-tromperie-des-fonds-d-investissement-verts_6152081_4355770.html.

SHAW M., « SFDR disclosure compliance risks 'greenwashing' by EU financial firms », *Pinsent Masons*, 30 mars 2023, <https://www.pinsentmasons.com/out-law/analysis/sfdr-disclosure-compliance-risks-greenwashing-eu-financial-firms>.

SILANO S., « Six menaces pour l'investissement durable en 2023 », *Morningstar*, 16 décembre 2022, <https://www.morningstar.fr/fr/news/230146/six-menaces-pour-linvestissement-durable-en-2023.aspx>.

SMITH G., « Amundi US Celebrates 95th Anniversary of Pioneer Fund », *businesswire*, 13 février 2023, <https://www.businesswire.com/news/home/20230213005097/en/Amundi-US-Celebrates-95th-Anniversary-of-Pioneer-Fund>.

TANKLER A., « Les ratios d'adéquation des fonds propres et d'endettement pour les nuls », *Banque européenne d'investissement*, 2 octobre 2017, <https://www.eib.org/fr/podcasts/capital-adequacy-for-dummies#:~:text=L'ad%C3%A9quation%20des%20fonds%20propres,pond%C3%A9r%C3%A9s%20en%20fonction%20des%20risques>.

THÉPOT M., « Géant de la finance, BlackRock ado... l'écologie (sauf quand ce n'est plus rentable) », *Marianne*, 19 mai 2022, <https://www.marianne.net/economie/economie-internationale/geant-de-la-finance-blackrock-ado...-l-ecologie-sauf-quand-ce-nest-plus-rentable>.

TORGEMEN E. et TRAVERSAZ C., « « Green Deal » : que contient le gigantesque pacte environnemental que l'UE est en train d'adopter ? », *LeParisien*, 21 avril 2023, <https://www.leparisien.fr/environnement/green-deal-que-contient-le-gigantesque-pacte-environnemental-que-lue-est-en-train-dadopter-21-04-2023-ZLBMGBGIA5G37JHKXVSIALQLJU.php>.

TOWNSEND B. « From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing », *Bailard*, 2020, <https://www.bailard.com/wp-content/uploads/2020/09/History-Socially-Responsible-Investing-and-ESG-Investing.pdf>.

TRÉFOIS F., « CSDDD ou CS3D : la due diligence au coeur de la nouvelle réglementation européenne », *Traace*, <https://www.traace.co/post/csddd-due-diligence#la-csddd-qu%E2%80%99est-ce-que-c%E2%80%99est->.

VAN DER BECK P., « Flow-Driven ESG Returns », *Swiss Finance Institute Research*, septembre 2021, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3929359>.

VAN HAMME K., « Le vent a-t-il déjà tourné pour l'investissement durable? », *L'Echo*, 17 février 2024, <https://www.lecho.be/les-marches/actu/general/le-vent-a-t-il-deja-tourne-pour-l-investissement-durable/10527188.html>.

VAN HAMME K., « L'investissement durable offre-t-il vraiment un meilleur rendement? », *L'Echo*, 9 juillet 2021, <https://www.lecho.be/les-marches/actu/general/l-investissement-durable-offre-t-il-vraiment-un-meilleur-rendement/10319119.html>.

VAN HAMME K., « Tariq Fancy (ex-BlackRock): "L'investissement durable n'a aucun impact, il est même nuisible" », *L'Echo*, 17 septembre 2021, <https://www.lecho.be/les-marches/analyse/tariq-fancy-ex-blackrock-l-investissement-durable-n-a-aucun-impact-il-est-meme-nuisible/10333045.html>.

VAN OOST M., « L'éolien offshore en pleine tempête », *L'Echo*, 1 novembre 2023, <https://www.lecho.be/entreprises/energie/l-eolien-offshore-en-pleine-tempete/10503318.html>.

VIEILLE-BLANCHARD E., « Le rapport au Club de Rome : stopper la croissance, mais pourquoi ? », *Reporterre*, 15 mars 2012, <https://reporterre.net/Le-rapport-au-Club-de-Rome-stopper-la-croissance-mais-pourquoi>.

X, « About Us », *MSCI*, <https://www.msci.com/who-we-are/about-us>.

X, « Agences de notation extra-financière : quel est leur rôle ? », *Autorité des Marchés Financiers*, 29 septembre 2021, <https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/finance-durable/comprendre-la-finance-durable/agences-de-notation-extra-financiere-quel-est-leur-role#:~:text=L'une%20des%20principales%20limites,en%20%C5%93uvre%20par%20ces%20agences> s.

X, « Approche globale de l'UE en matière de développement durable », *Commission européenne*, [Approche globale de l'UE en matière de développement durable - Commission européenne \(europa.eu\)](https://european-council.europa.eu/media/166484/attachment/data/166484/1/Approche_globale_de_l%27UE_en_matiere_de_developpement_durable.pdf).

X, « Anti-ESG Movement: Voices Challenging ESG Investing », *ESGVoices*, 13 février 2024, <https://www.esgvoices.com/post/anti-esg-movement-voices-challenging-esg-investing#viewer-w746l944497>.

X, « Ajustement à l'objectif 55 », *Conseil européen*, ["Ajustement à l'objectif 55" - Le plan de l'UE pour une transition écologique - Consilium \(europa.eu\)](https://european-council.europa.eu/media/166484/attachment/data/166484/1/Ajustement_55.pdf).

X, « Articles 6, 8 et 9 de la SFDR : ce qu'il faut savoir », *Apiday*, 2 juillet 2024, <https://fr.apiday.com/blog-posts/sfdr-articles-6-8-and-9-what-you-need-to-know> + <https://www.traace.co/post/reglementation->

[sfdr#:~:text=Les%20fonds%20article%208%20%3A%20il,ou%20sociales%20dans%20leurs%20investissements.](#)

X, « Barnier songe à une agence de notation européenne », *Le Monde*, 30 avril 2010, [Barnier songe à une agence de notation européenne \(lemonde.fr\)](#).

X, « Britain, The Methodist Church in » Member Churches », *World Methodist Council*, 9 novembre 2019, <https://worldmethodistcouncil.org/member-churches/name/great-britain-methodist-church/>.

X, « Building on our History of Responsible Investing », *Amundi*, <https://www.amundi.com/usinvestors/About-Us/Responsible-Investing#:~:text=Pioneer%20Fund%2C%20which%20dates%20back,for%20much%20of%20its%20history>.

X, « Climate Action 100+ Net Zero Company Benchmark shows an increase in company net zero commitments, but much more urgent action is needed to align with a 1.5°C future », *Climate Action 100+*, 30 mars 2022, <https://www.climateaction100.org/news/climate-action-100-net-zero-company-benchmark-shows-an-increase-in-company-net-zero-commitments-but-much-more-urgent-action-is-needed-to-align-with-a-1-5c-future/>.

X, « Climate change has made ESG a force in investing », *The Economist*, 7 décembre 2019, [Climate change has made ESG a force in investing \(economist.com\)](#).

X, « Comment connaître le score ESG d'une entreprise ? », *Keytrade bank*, 18 décembre 2021, [Comment connaître le score ESG d'une entreprise? | Keytrade Bank](#).

X, « Comment créer les bons indicateurs clés de performance (KPI) ? », *Tableau*, [Comment créer les bons indicateurs clés de performance \(KPI\) ? \(tableau.com\)](#).

X, « Consensus Reached on New Sustainable Development Agenda to be adopted by World Leaders in September », *United Nations*, 5 août 2015, <https://www.un.org/sustainabledevelopment/blog/2015/08/transforming-our-world-document-adoption/>.

X, « Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres », *Banque des règlements internationaux*, Juin 2004, <https://www.bis.org/publ/bcbs107fre.pdf>.

X, « Corporate Sustainability Due Diligence (debate) », *European Parliament*, 31 mai 2023, https://europarl.europa.eu/doceo/document/CRE-9-2023-05-31-ITM-013_EN.html.

X, « CSRD: Corporate Sustainability Reporting Directive », *Youmatter*, <https://youmatter.world/fr/dossiers/directive-csrd-reporting-durabilite-europeen/>.

X, « CSRD, SFDR, taxonomie verte, CSDDD : décryptage des nouvelles obligations européennes », *Goodwill Management*, 23 août 2023, <https://goodwill-management.com/decrypter-nouvelles-obligations-europeennes-csrd-sfdr-taxonomie-verte-csddd/>.

X, « CSRD : tout comprendre à l'analyse de double matérialité », *Aktio*, <https://www.aktio.cc/ressources/csr-d-analyse-double-materialite>.

X, « Définition : Prime de risque », *Forvis Mazars*, <https://www.forvismazars.com/fr/fr/services/financial-advisory/glossaire-definition/p/prime-de-risque#:~:text=La%20prime%20de%20risque%20ou,et%20non%20diversifiable%20du%20march%C3%A9>.

X, « Devoir de vigilance », *Novethic*, <https://www.novethic.fr/lexique/detail/devoir-de-vigilance.html>.

X, « Devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité : le Conseil donne son approbation définitive », *Commission européenne*, 24 mai 2024, <https://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2024/05/24/corporate-sustainability-due-diligence-council-gives-its-final-approval/>.

X, « Disclosure of non-financial and diversity information by large companies and groups », *European Commission*, 15 avril 2024, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_14_301.

X, « 'Do No Significant Harm' definitions and criteria across the EU Sustainable Finance framework », *European Securities and Markets Management*, 22 novembre 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA30-379-2281_Note_DNSH_definitions_and_criteria_across_the_EU_Sustainable_Finance_framework.pdf.

X, « 'Draft Regulatory Technical Standards on the methods of prudential consolidation under Article 18 of Regulation (EU) No 575/2013 (Capital Requirements Regulation - CRR)' », *Deutsche Boerse*, 9 novembre 2017, <https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/regulation/regulatory-topics/mifid-mifir/mifid-mifir-virtual/mifid-i-to-mifid-ii/mifid-ii-mifir/RTS-and-ITS-+151036#:~:text=Accordingly%2C%20an%20implementing%20technical%20standard,in%20the%20basic%20legislative%20act>.

X, « Du plan d'action européen à la stratégie renouvelée sur la finance durable », *Finance for Tomorrow*, Mai 2020, https://institutdelafinancedurable.com/app/uploads/2020/05/Finance-for-Tomorrow-Strategie-Europeenne-sur-la-finance-durable_Mai-2020.pdf.

X, « Energie : l'investissement vert a pris une place dominante en 2008 », *rtbf actus*, 3 juin 2009, [Energie: l'investissement vert a pris une place dominante en 2008 - rtbf.be](https://www.rtbf.be/actus/economie/article_energie_linvestissement_vert_a_pris_une_place_dominante_en_2008.php).

X, « ESAs put forward amendments to sustainability disclosures for the financial sector », *European Insurance and Occupational Pensions Authority*, 4 décembre 2023, https://www.eiopa.europa.eu/esas-put-forward-amendments-sustainability-disclosures-financial-sector-2023-12-04_en.

X, « ESG : définition et raison d'être », *Janus Henderson Investors*, 1^{er} janvier 2020, [ESG : définition et raison d'être - Janus Henderson Investors](https://www.janus-henderson.com/fr/fr/actualites/esg-definition-et-raison-detre).

X, « ESG Risk Ratings », *Sustainalytics*, <https://www.sustainalytics.com/esg-data>.

X, « Eurosystem reply to the European Commission's public consultations on the Renewed Sustainable Finance Strategy and the revision of the NonFinancial Reporting Directive », *European Central Bank*, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.eurosystemreplyeuropeancommissionpublicconsultations_20200608~cf01a984aa.en.pdf.

X, « Exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement », *Eur-Lex*, <https://eur-lex.europa.eu/FR/legal-content/summary/prudential-requirements-for-credit-institutions-and-investment-firms.html>.

X, « Fiduciary duty in the 21st century final report », *Principles for Responsible Investment*, [Fiduciary duty in the 21st century final report | PRI \(unpri.org\)](https://www.unpri.org/fiduciary-duty-in-the-21st-century-final-report).

X, « Final Report 2018 », *High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.

X, « Final Report : Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms », *Esma*, 14 mai 2024, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA34-472-440_Final_Report_Guidelines_on_funds_names.pdf.

X, « Final Report on draft Regulatory Technical Standards », *Esma*, 4 décembre 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/JC_2023_55_-_Final_Report_SFDR_Delegated_Regulation_amending_RTS.pdf.

X, « Finance durable: plan d'action de la Commission pour une économie plus verte et plus propre », *Commission européenne*, 8 mars 2018, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/fr/ip_18_1404/IP_18_1404_FR.pdf.

X, « Finance responsable : quelle différence entre l'ISR et l'ESG », *MIF*, 8 novembre 2021 <https://www.mifassur.com/dossier-epargne/difference-ISR-ESG>.

X, « FIN D'ANNEE - Les fonds ESG souffrent d'une demande plus faible malgré l'aide apportée par la performance du secteur technologique », *Zonebourse*, 21 décembre 2023, <https://www.zonebourse.com/cours/action/BLACKROCK-INC-11862/actualite/FIN-D-ANNEE-Les-fonds-ESG-souffrent-d-une-demande-plus-faible-malgre-l-aide-apportee-par-la-perf-45615645/#:~:text=Avec%20un%20rendement%20total%20de,ensemble%20de%20l'ann%C3%A9e%202022>.

X, « FSUG response to Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) consultations », *Financial Services User Group*, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2024-02/fsug-opinions-231215-sfdr-consultations_en.pdf, (voy. p. 2. du P.D.F.).

X, « Global Sustainable Fund Flows: Q2 2024 in Review Recovery continues in Europe, but redemptions persist in other parts of the world. », *Morningstar*, juillet 2024,

[https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt18dd898943dd6d27/66abf0adb3480c965b14d575/Global ESG Flows Q2 2024 Report \(2\).pdf](https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt18dd898943dd6d27/66abf0adb3480c965b14d575/Global_ESG_Flows_Q2_2024_Report_(2).pdf).

X, « Guide réglementaire Durabilité », *Guide des actuaires*, 18 juillet 2023, https://www.institutdesactuaires.com/global/gene/link.php?doc_id=18067&fg=1.

X, « Guide du plan d'action de la Commission Européenne sur la finance durable », *BNP PARIBAS*, 21 novembre 2022, <https://securities.cib.bnpparibas/fr/plan-daction-pour-la-finance-durable-memo-reglementaire/>.

X, « Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information) », *European Union*, 2017, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705\(01\)&from=E](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705(01)&from=E).

X, « High Level Expert Group », *Novethic*, High Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG) – Novethic .

X, « "Honey, I Shrunk the ESG Alpha": Risk-Adjusting ESG Portfolio Returns », *ScientificBeta*, avril 2021 <https://cdn.ihsmarkit.com/www/pdf/0521/Honey-I-Shrunk-the-ESG-Alpha.pdf> .

X, « Horizon Europe », *European Commission*, https://research-and-innovation.ec.europa.eu/funding/funding-opportunities/funding-programmes-and-open-calls/horizon-europe_en.

X, « Historical Timeline of ESG », *Prequin*, [Lesson 5.2: History of ESG | Prequin. Academy](#).

X, « La finance durable, c'est quoi ? », *ADEME*, 13 octobre 2023 <https://agirpoulatransition.ademe.fr/particuliers/finances/finance-durable-cest-quoi>.

X, « IPPC Press release », *Intergouvernemental Panel on climate change*, 8 octobre 2018, [Press release: Special Report on Global Warming of 1.5°C](#).

X, « Jean-Claude Juncker, faisant écho à l'indignation suscitée en Europe par la dégradation de la note des obligations portugaises, a appelé les agences de notation à "un comportement plus responsable" », *Europaforum*, 8 juillet 2021, <https://europaforum.public.lu/fr/actualites/2011/07/jcj-agences-notation/index.html>.

X, « La finance durable progresse malgré la volatilité des marchés pendant la covid-19 », *CNUCED*, 21 juin 2021, [La finance durable progresse malgré la volatilité des marchés pendant la covid-19 | CNUCED \(unctad.org\)](#).

X, « La finance durable selon l'Union européenne », *PICTET Asset Management*, août 2023, <https://am.pictet/fr/terredepargne/articles/gerer-son-patrimoine/la-finance-durable-selon-l-union-europeenne#:~:text=En%20juillet%202021%2C%20en%20soutien,%C3%A0%20financer%20la%20transition%20%C3%A9cologique>.

X, « L'AMF renouvelle son appel à la mise en place d'une réglementation des fournisseurs de données, notations et services ESG », *Autorité des marchés financiers*, 2 juin 2022, <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/lamf-renouvelle-son-appel-la-mise-en-place-dune-reglementation-des-fournisseurs-de-donnees-notations>.

X, « Landmark EU “Corporate Sustainability Due Diligence Directive” Imposing Human Rights and Environmental Due Diligence Obligations on EU and Non-EU Companies Approved by European Parliament », *Gibson Dunn*, 30 avril 2024, <https://www.gibsondunn.com/landmark-eu-corporate-sustainability-due-diligence-directive-imposing-human-rights-and-environmental-due-diligence-obligations-on-eu-and-non-eu-companies-approved-by-european-parliament/>.

X, « L'efficience des marchés financiers: la théorie ! », *Captain Economics*, 28 juin 2012, <https://www.captaineconomics.fr/l-efficience-des-marches-financiers-la-theorie>.

X, « L'efficience ultime pour comprendre la notation de crédit », 20 juin 2024, *Faster Capital*, <https://fastercapital.com/fr/contenu/Le-guide-ultime-pour-comprendre-la-notation-de-credit.html#Introduction---la-notation-de-cr-dit>.

X, « Le rapportage extra-financier des entreprises », *Ministère de la transition écologique et de la cohésion des territoires*, 7 février 2019, <https://www.ecologie.gouv.fr/politiques-publiques/rapportage-extra-financier-entreprises>.

X, « Les agences de notation ESG : Vers un nouveau cadre réglementaire », *Assets global*, [https://assets-global.website-files.com/6537e1419477e5af5c30d2c5/65df409ed7dc2d3d64b8eb2e_Exiom%20d%C3%A9crypte%20-%20Notations%20ESG%20\(1\).pdf](https://assets-global.website-files.com/6537e1419477e5af5c30d2c5/65df409ed7dc2d3d64b8eb2e_Exiom%20d%C3%A9crypte%20-%20Notations%20ESG%20(1).pdf).

X, « L'ESG encore impacté par ses déboires de 2022 (AXA IM) », *Zonebourse*, 7 mai 2024, <https://www.zonebourse.com/cours/action/AXA-4615/actualite/L-ESG-encore-impacte-par-ses-deboires-de-2022-AXA-IM-46648125/>.

X, « Les objectifs de développement durable », *Ministère de l'éducation nationale et de la jeunesse*, <https://www.education.gouv.fr/les-objectifs-de-developpement-durable-4205#:~:text=Le%2025%20septembre%202015%2C%20193,garantir%20la%20prosp%C3%A9rit%C3%A9%20pour%20tous>.

X, « Les pays parviennent à un accord historique pour financer le nouveau Programme de développement durable », *United Nations Department of Economic and Social Affairs*, 2015, <https://www.un.org/esa/ffd/ffd3/press-release/les-pays-parviennent-a-un-accord-historique-pour-financer-le-nouveau-programme-de-developpement-durable.html>.

X, « LES PRINCIPALES INCIDENCES NÉGATIVES : Relever les défis de la finance verte », 31 mai 2022, *La Française*, https://www.la-francaise.com/fileadmin/docs/Actualites/FR/2022/2022_05_The_PA_I_VFR_02.pdf.

X, « Les réglementations européennes », *Wallonie service public SPW*, <https://developpementdurable.wallonie.be/thematiques/finance-durable/reglementations-europeennes>.

X, « Les trois piliers de l'accord de Bâle II », *Le Temps*, 5 mars 2007, <https://www.letemps.ch/economie/finance/trois-piliers-laccord-bale-ii>.

X, « Le Système européen de surveillance financière », *Banque centrale européenne*, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/esfs/html/index.fr.html>.

X, « Le Washing en Marketing : Définitions & Exemples (greenwashing, purple-washing, rainbow,...) », *Sollya*, 28 Février 2022, <https://www.sollya.fr/marketing-ethique/washing-definition-exemples/#:~:text=Le%20Washing%20ou%20Blanchiment%2C%20c,soit%20indirectement%20en%20faisant%20diversion>.

X, « L'investissement ESG : de quoi s'agit-il? », *Etoro*, <https://www.eto.com/fr/investing/esg-investing/>.

X, « L'investissement ESG : qu'est-ce que c'est ? », *La vie ensemble*, 6 septembre 2023, <https://www.nexity.fr/guide-immobilier/conseils-investissement/investissement-durable/investissement-esg>.

X, « Loi européenne sur le climat », *Commission européenne*, [Loi européenne sur le climat - Commission européenne \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/clima/).

X, « Morningstar Sustainable Attributes », *Morningstar*, août 2022, <https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/bltdbe87736785b3a2d/Sustainable-Attributes-FAQ.pdf>.

X, « Natural Resources », *Prequin*, <https://www.prequin.com/academy/lesson-4-asset-class-101s/natural-resources>.

X, « New EU Regulation on ESG Ratings: What You Need to Know », *Cuatrecasas*, <https://www.cuatrecasas.com/en/spain/capital-markets/art/esg-ratings-eu-new-regulation>.

X, « Non-financial Reporting Directive », *European Parliamentary Research Service*, 2021, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI\(2021\)654213_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2021/654213/EPRS_BRI(2021)654213_EN.pdf).

X, « Notations en matière environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) : le Conseil et le Parlement parviennent à un accord », *Conseil européen*, 5 février 2024, <https://www.consilium.europa.eu/fr/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/>.

X, « Notre approche des investissements ESG », *Deutsche Bank*, <https://www.deutschebank.be/fr/solutions/esg-investissements-durables-approche.html>.

X, « On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) », *Eiopa*, juin 2024 https://www.eiopa.europa.eu/document/download/5aa8dd9f-c55d-430e-a226-1dbbfff92706_en?filename=JC%202024%2006%20-%20Joint%20ESAs%20Opinion%20on%20SFDR%20Level%201.pdf.

X, « Our History », *Impax Assest Management*, <https://impaxam.com/aboutus/history/>.

X, « Overview of sustainable finance », *European Commission*, https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en?prefLang=fr.

X, « Pacte vert pour l'Europe », *Conseil européen*, <https://www.consilium.europa.eu/fr/policies/green-deal/#initiatives>.

X, « PAI », *Novethic*, <https://www.novethic.fr/lexique/detail/pai.html>.

X, « Principal Adverse Impact (PAI) indicators in SFDR regulation », *Celsia*, 5 juillet 2023, <https://www.celsia.io/blogs/principal-adverse-impact-pai-indicators-in-sfdr>.

X, « Proposed Changes to SFDR Annexes and Other Proposals From the ESAs' Amendments to the SFDR RTS », *Arthur Cox*, 31 janvier 2024, <https://www.arthurcox.com/knowledge/proposed-changes-to-sfdr-annexes-and-other-proposals-from-the-esas-amendments-to-the-sfdr-rts/>.

X, « Public Consultation Report on Taxonomy extension options linked to environmental objectives », *European Commission*, juillet 2021, https://finance.ec.europa.eu/document/download/6966f788-076b-457f-b7b5-81d154a9da99_en?filename=sustainable-finance-platform-report-taxonomy-extension-july2021_en.pdf.

X, « Quelques précisions sur la législation européenne », *la finance pour tous*, <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/crises-economiques/crise-de-la-zone-euro/2012-les-reformes-europeennes-du-secteur-bancaire-et-financier/quelques-precisions-sur-la-legislation-europeenne/>.

X, « Que signifie « climatiquement neutre » ? », *Myclimate*, <https://www.myclimate.org/fr-ch/sinformer/faq/faq-detail/que-signifie-climatiquement>.

X, « Qu'est-ce que l'Accord de Paris ? », *United Nations*, <https://unfccc.int/fr/a-propos-des-ndcs/l-accord-de-paris>.

X, « Qu'est-ce que la durabilité : le concept de développement durable ? », *Aplanet*, 28 décembre 2022, <https://aplanet.org/fr/ressources/qu-est-ce-que-la-durabilite-le-concept-de-developpement-durable/>.

X, « Qu'est-ce que la finance durable ? », *Observatoire de la finance durable*, <https://observatoiredelafinancedurable.com/fr/presentation/la-finance-durable/>.

X, « Qu'est-ce que la neutralité carbone et comment l'atteindre d'ici 2050 ? », *Parlement européen*, 3 octobre 2019, <https://www.europarl.europa.eu/topics/fr/article/20190926STO62270/qu-est-ce-que-la>

[neutralite-carbone-et-comment-l-atteindre-d-ici-](#)

[2050#:~:text=La%20neutralit%C3%A9%20carbone%20implique%20un,par%20la%20s%C3%A9quest%20du%20carbone.](#)

X, « Qu'est-ce que la responsabilité sociétale des entreprises (RSE) ? », *Ministère de l'économie des finances et de souveraineté industrielle et numérique*, [https://www.economie.gouv.fr/entreprises/responsabilite-societale-entreprises-rse#:~:text=Responsabilit%C3%A9%20soci%C3%A9tale%20des%20entreprises%20\(RSE\)%20%3A%20qu'est%2D,elles%20exercent%20sur%20la%20soci%C3%A9t%C3%A9](https://www.economie.gouv.fr/entreprises/responsabilite-societale-entreprises-rse#:~:text=Responsabilit%C3%A9%20soci%C3%A9tale%20des%20entreprises%20(RSE)%20%3A%20qu'est%2D,elles%20exercent%20sur%20la%20soci%C3%A9t%C3%A9).

X, « Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088) », *ESMA*, 14 juillet 2021, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr_ec_qa_1313978.pdf.

X, « Règlementation européenne sur les critères ESG et objectifs climatiques : vers une redéfinition du marché obligataire », *BNP Paribas*, 13 avril 2022, [Règlementation européenne sur les critères ESG et objectifs climatiques : vers une redéfinition du marché obligataire - BNP Paribas \(group.bnpparibas\)](#).

X, « Report on the role of environmental and social risks in the prudential framework », *European Banking Authority*, octobre 2023, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2023/1062711/Report%20on%20the%20role%20of%20environmental%20and%20social%20risks%20in%20the%20prudential%20framework.pdf.

X, « Revision of the EU emission trading system (ETS) », *European Parliament*, 20 juin 2024, [https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/package-fit-for-55/file-revision-of-the-eu-emission-trading-system-\(ets\)?fbclid=IwZXh0bgNhZW0CMTEAAAR0MgN7ihnKZKUu0cyHq8b9ac13gBU-rfa99Bc40pb0GP_5NJDzu_6hBXag_aem_NPIOhUY-S5yslGKVWoPk3g](https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/package-fit-for-55/file-revision-of-the-eu-emission-trading-system-(ets)?fbclid=IwZXh0bgNhZW0CMTEAAAR0MgN7ihnKZKUu0cyHq8b9ac13gBU-rfa99Bc40pb0GP_5NJDzu_6hBXag_aem_NPIOhUY-S5yslGKVWoPk3g).

X, « Scientists, Governments Discuss Crucial IPCC Report on Climate Change », *EcoWatch*, 2 octobre 2018, <https://www.ecowatch.com/ipcc-report-climate-change-2609286474.html>.

X, « Score ESG : Comment ça marche et ce que vous devez savoir », *Etoro*, 12 juillet 2022, [Score ESG : Comment ça marche et ce que vous devez savoir \(etoro.com\)](#).

X, « SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q1 2024 in Review », *Morningstar*, avril 2024, https://cdn.roxhillmedia.com/production/email/attachment/1620001_1630000/a88fc25c0baacf731ffc85eb6be6a427dc15e3d4.pdf.

X, « SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2024 in Review », *Morningstar*, 25 juillet 2024, https://assets.contentstack.io/v3/assets/blt4eb669caa7dc65b2/blt8d7c67f2f5f003c1/66a15f8a34fa9a94ac3bd747/SFDR_Article_8_and_Article_9_Funds_Q2_2024.pdf.

X, « SFDR : consultation des autorités européennes de supervision avril 2023 », *France Invest*, avril 2023, [SFDR : consultation des autorités européennes de supervision avril 2023 \(franceinvest.eu\)](https://franceinvest.eu/sfdr-consultation-des-autorites-europeennes-de-supervision-avril-2023).

X, « SFDR: Draft delegated act (RTS) amending the Delegated Regulation (EU) 2022/1288 », *Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON)*, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2024/758649/IPOL_BRI\(2024\)758649_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2024/758649/IPOL_BRI(2024)758649_EN.pdf).

X, « SFDR RTS 2.0 – A brief analysis of the ESAs Final Report published on 4 December 2023 », *Herbert Smith Freehills*, 11 décembre 2023, [SFDR RTS 2.0 – A brief analysis of the ESAs Final Report published on 4 December 2023 | Herbert Smith Freehills | Global law firm](https://www.herbertsmithfreehills.com/insights/publications/sfdr-rtss-20-a-brief-analysis-of-the-esas-final-report-published-on-4-december-2023).

X, « SFDR RTS – the Commission asks the ESAs to prepare amendments », *Simmons & Simmons*, 10 mai 2022, [SFDR RTS – the Commission asks the ESAs to prepare amendments | Simmons & Simmons \(simmons-simmons.com\)](https://www.simmons-simmons.com/en/insights/sfdr-rtss-the-commission-asks-the-esas-to-prepare-amendments).

X, « Strategy for financing the transition to a sustainable economy », *European Commission*, 6 juillet 2021, <https://climate-adapt.eea.europa.eu/fr/eu-adaptation-policy/eu-sustainable-finance-strategy>.

X, « Stress test (test de résistance bancaire) », *La finance pour tous*, <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/crises-economiques/mecanique-des-crises/stress-test-test-de-resistance-bancaire/>.

X, « Summary Report of the Open and Targeted Consultations on the SFDR assessment », *European Commission*, 2023, https://finance.ec.europa.eu/document/download/0f2cfde1-12b0-4860-b548-0393ac5b592b_en?filename=2023-sfdr-implementation-summary-of-responses_en.pdf.

X, « Sustainability-related disclosure in the financial services sector », *European Commission*, https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en#policy-making-timeline.

X, « Synthèse du rapport sur les agences de notation », *Sénat*, Juin 2022, https://www.senat.fr/fileadmin/import/files/fileadmin/Fichiers/Images/commission/missions/SYNTHESE-AGENCE_NOTATION.pdf.

X, « Targeted consultation on the functioning of the ESG ratings market in the European Union and the consideration of ESG factors in credit rating », *Directorate-general for financial stability, financial services and capital market union*, [Consultation document - Targeted consultation on the functioning of the ESG ratings market in the European Union and on the consideration of ESG factors in credit ratings \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/efsa/consultation/targeted-consultation-on-the-functioning-of-the-esg-ratings-market-in-the-european-union-and-on-the-consideration-of-esg-factors-in-credit-ratings).

X, « Taxonomie de l'UE pour les activités durables », *Commission européenne*, [Taxonomie de l'UE pour les activités durables - Commission européenne \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/taxonomy).

X, « Taxonomie verte : mode d'emploi ! », *Commission européenne*, 13 janvier 2022, https://france.representation.ec.europa.eu/informations/taxonomie-verte-mode-demploi-2022-01-13_fr.

X, « The fundamental contradiction of ESG is being laid bare », *The Economist*, 29 septembre 2022, <https://www.economist.com/leaders/2022/09/29/the-fundamental-contradiction-of-esg-is-being-laid-bare>.

X, « The Great Green Investment Investigation: Methodology », *Follow the Money*, <https://www.ftm.eu/ggii-methodology>.

X, « The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing », *UNEP*, 2004, https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/amwg_materiality_equity_pricing_report_2004.pdf.

X, « Un expert de l'ONU s'inquiète de la focalisation sur la hausse du PIB pour éradiquer la pauvreté », *Nations Unies*, 3 juillet 2024, <https://news.un.org/fr/story/2024/07/1146801>.

X, « Un règlement européen : SFDR », *Demeter*, [https://demeter-im.com/un-reglement-europeen-sfdr/#:~:text=Les%20PAI%20\(Principal%20Adverse%20Impacts,n%C3%A9gatives%20en%20mati%C3%A8re%20de%20durabilit%C3%A9](https://demeter-im.com/un-reglement-europeen-sfdr/#:~:text=Les%20PAI%20(Principal%20Adverse%20Impacts,n%C3%A9gatives%20en%20mati%C3%A8re%20de%20durabilit%C3%A9)

X, « What are science-based targets? », *Science-based targets*, [Ambitious corporate climate action - Science Based Targets Initiative](https://sciencebasedtargets.org/ambitious-corporate-climate-action-science-based-targets-initiative).

X, «What are the Principles for Responsible Investment? », *Principles for responsible investment*, <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>.

X, « What is a Minsky moment? », *Capital Com*, <https://capital.com/minsky-moment-definition>.

X, « Who Cares Wins », *The UN Global Impact*, 2004, https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf.

WEBB D., « No Clear preference on SFRD fund-labelling categories, says European Commission », *Responsible investor*, 7 mai 2024, <https://www.responsible-investor.com/no-clear-preference-on-sfdr-fund-labelling-categories-says-european-commission/#:~:text=The%20European%20Commission%20has%20said,on%20Articles%208%20and%209>.

J. WORDLAND, « Larry Fink Takes on ESG Backlash », *Time*, 29 juin 2023, <https://time.com/6291317/larry-fink-esg-climate-action/>.

WOOD W. « The Importance of Non-Financial KPIs », *LinkedIn*, 23 mai 2023, [The Importance of Non-Financial KPIs | LinkedIn](https://www.linkedin.com/posts/william-wood-104666666_the-importance-of-non-financial-kpis-activity-7151234567890123456).

